

MEFIM

MODELLO
ECONOMETRICO
FINANZIARIO
INTERNAZIONALE
MENSILE

Febbraio 2017

Il Modello Econometrico Finanziario Internazionale Mensile (MEFIM) è un modello di tipo strutturale costituito da due blocchi: italiano e internazionale.

La parte italiana concerne le interrelazioni fra le variabili monetarie e finanziarie italiane di maggior interesse. Tali variabili, rilevate mensilmente, possono essere racchiuse in 4 blocchi:

- 1) tassi interbancari: overnight, interbancario a 1, 3 e 6 mesi ed il tasso di policy dei pronti contro termine;
- 2) titoli di stato: i BOT nelle loro 3 scadenze, struttura a termine da 1 a 10 anni, il rendiob e il rendistat;
- 3) tassi bancari: attivi e passivi sia in termini marginali che medi;
- 4) volumi bancari: impieghi e depositi sia a livello totale che in alcuni principali sotto categorie;

Le esogene sono: Tasso di Riferimento, indice COMIT, indice della produzione industriale, tasso d'inflazione.

Il mercato internazionale comprende le strutture a termine da 1 a 10 anni per i principali Paesi industrializzati: USA, Germania, Giappone, Francia e Regno Unito.

Le esogene sono rappresentate dal tasso d'intervento delle autorità monetarie, dal rendimento sugli eurodepositi a 3 mesi, dall'indice di borsa, dall'indice della produzione industriale, dall'indice dei prezzi al consumo e, per USA e Germania, quantità di moneta.

Il modello è stimato con dati che vanno da maggio 1986 a gennaio 2017.

Nell'individuazione della struttura ottimale si sono sottoposti a verifica empirica i concetti della teoria economica e finanziaria tramite l'analisi econometrica. In particolare l'uso dell'analisi di cointegrazione è stato in grado di mettere in evidenza la struttura che nel lungo periodo governa i tassi di interesse, i depositi e gli impieghi bancari al fine di poter inserire nel modello equazioni nella forma ECM (Error Correction Mechanism).

Gli scenari di coerenza, come risultato del modello, sono forniti mensilmente sulla base di simulazioni che tengono conto delle nuove informazioni derivanti dall'aggiornamento dei dati.

Con la stessa frequenza GRETA riunisce il proprio Comitato Finanza formato da docenti dell'Università "Ca' Foscari" di Venezia e da esperti del settore bancario al fine di valutare gli andamenti prospettici delle variabili esogene del modello e verificare la coerenza dei risultati sulle variabili endogene ottenute da MEFIM.

La pubblicazione è a cura di Lucia Trevisan e Francesca Volo.

Questa nota ha finalità puramente informative e riflette le opinioni di GRETA. Essa non intende sollecitare posizioni di rischio di alcun tipo. I dati sono derivati da fonti ritenute affidabili, ma nel merito delle quali GRETA non ha responsabilità diretta.

IL QUADRO GENERALE

I rischi per lo scenario futuro sono: l'aumento del protezionismo, le guerre valutarie e i conflitti geopolitici. Trump sta creando attrito in tutto il mondo e causando incertezza.

In USA, l'entusiasmo per la nuova amministrazione si sta oscurando. La borsa americana dopo aver raggiunto i massimi storici (il Dow Jones ha superato la soglia dei 20000 punti) ha cominciato a correggere verso il basso. I mercati finanziari, che finora si sono concentrati sugli effetti positivi di breve periodo della promessa di una politica fiscale espansiva, ora cominciano a guardare un po' più in là e a valutare l'impatto negativo di medio termine del protezionismo di Trump.

I fatti. Dal 20 gennaio, giorno del suo insediamento alla Casa Bianca, il nuovo Presidente 1) ha firmato un ordine esecutivo per la

costruzione di un muro alla frontiera con il Messico, uno anti-immigrazione da 7 Paesi a maggioranza islamica (Siria, Iraq, Iran, Sudan, Somalia, Yemen e Libia) e la sospensione del programma per i rifugiati. 2) Per voce del nuovo segretario al Tesoro intende sottoporre al voto del Congresso la **Border Adjustment Tax (BAT)**, la cosiddetta tassa di frontiera sui beni in base a dove vengono venduti e non a dove sono prodotti. I profitti di una società su beni esportati sarebbero esenti. I profitti su beni (o componenti di beni finali) importati o prodotti in USA e poi venduti in territorio americano sarebbero tassati. **Il costo del bene importato non è deducibile per cui avvantaggia i produttori americani che non importano.** Sarebbe come l'IVA se venisse tolta la non deducibilità del costo dei beni importati, ma in questo caso si finirebbe per tassare di più il consumatore finale. **La BAT sarebbe del 45% nei confronti della Cina e del 35% per il Messico.** 3) Ha incontrato le grandi società americane di vari settori per indurli a produrre di più in USA in cambio di agevolazioni fiscali. 4) Ha lodato la Brexit e invitato i Paesi dell'Area Euro a fare altrettanto. 5) Ha dichiarato che il dollaro è troppo forte. 6) Per voce del neo direttore del Consiglio Nazionale sugli Scambi ha dichiarato che l'euro è esageratamente sottovalutato e che la Germania utilizza il basso livello del cambio per sfruttare gli USA e l'Unione Europea come aree dove esportare.

Dall'analisi dei fatti possiamo concludere che **Trump dopo decenni di globalizzazione vuole riportare la produzione in USA per generare più occupazione, giocando il suo *risiko* su tre livelli: protezionismo, guerra delle valute e sconvolgimenti geopolitici.** Per capire se l'obiettivo sia concretizzabile, dobbiamo valutare le conseguenze delle sue mosse.

Sul piano industriale, ha già ottenuto alcuni risultati immediati. Per esempio, i big del settore auto, General Motors, FCA e Ford hanno modificato i loro piani di investimento: GM non sposterà più in Messico la produzione di un modello di auto; Ford ha rinunciato ad un piano di dislocazione della produzione per investire 700 milioni di dollari USA e creare 700 nuovi posti di lavoro; FCA investirà in USA 1 miliardo di dollari garantendo 1000 nuovi posti di lavoro. **Tuttavia, nel medio termine il protezionismo nelle forme descritte sopra potrebbe portare 1) ad un aumento dell'inflazione** perché i produttori dovranno pagare salari più alti per la manodopera americana rispetto a quella straniera finora utilizzata con la delocalizzazione; **2) ad una conseguente diminuzione dei salari in termini reali, quindi a minor consumo;** **3) ad un calo delle esportazioni per la minor crescita a livello globale:** il protezionismo implica un'inefficienza nell'allocazione delle risorse a causa del minor sfruttamento delle economie di scala e dell'effetto ritorsione tra Paesi (questo si è già fatto sentire – a Bagdad, il Parlamento sta votando misure di reciprocità per cittadini statunitensi che vogliono entrare in Iraq – i tempi per smantellare la delocalizzazione delle imprese americane richiede tempo e le ritorsioni sono più veloci); **4) a minori profitti delle multinazionali statunitensi** perché basati fino ad oggi sulla delocalizzazione che consentiva un basso costo del lavoro – circa il 50% dei profitti proviene dall'estero; **5) a rendimenti più alti sui titoli di Stato americani per aspettative di maggior inflazione e/o di alto debito pubblico.** L'inflazione non aumenterà solo se le agevolazioni fiscali compenseranno i maggiori costi di manodopera, ma questo significa che i rendimenti sui titoli di Stato aumenteranno in ogni caso: o per le aspettative di maggior inflazione o per l'aumento del debito pubblico o per entrambi. È probabile che problemi di superamento del tetto all'indebitamento dello Stato emergano già a marzo (per spese già fatte). Essendo i due rami del Congresso a maggioranza repubblicana sarà facile approvare un suo innalzamento, ma questo potrebbe metterne a rischio il rating.

| | |
|-----------------------------|----|
| Il quadro generale | 3 |
| Gli ultimi dati | 5 |
| Gli scenari | 10 |
| Grafici variabili esogene | 11 |
| Commento ai risultati | 13 |
| Grafici variabili endogene | 14 |
| Grafici struttura a termine | 16 |
| Grafici volumi | 17 |
| Tabella scenario A | 18 |
| Tabella scenario B | 19 |
| Tabella scenario C | 20 |
| Grafici storici | 21 |

Per compensare l'effetto negativo sulle esportazioni, Trump sta giocando l'altra carta: quella della guerra delle valute. Le dichiarazioni per indebolire il dollaro sono state per il momento efficaci (la valuta americana si è deprezzata da 1.03 a 1.07 nei confronti dell'euro), e l'invito ai Paesi europei di seguire l'esempio della Brexit ha l'obiettivo di disintegrare un'area troppo concorrenziale nei confronti degli USA. Attualmente il dollaro è valuta di riserva, dando il privilegio agli USA di assenza di limiti alla bilancia commerciale: i Paesi stranieri hanno le riserve internazionali prevalentemente in dollari, che poi reinvestono in titoli di Stato americani, consentendo agli USA di finanziare il consumo interno. Se la Cina decidesse di diversificare le riserve con l'euro (processo già iniziato dopo la crisi finanziaria del 2008), toglierebbe un supporto rilevante. Quindi Trump cerca di screditare (o far saltare) l'euro.

Sul fronte della politica monetaria, il Presidente della Fed, Yellen, nelle sue interviste, ha dichiarato che non è preoccupata per il breve termine, ma piuttosto del lungo periodo e che l'aumento dei tassi ufficiali sarà graduale. Riteniamo, pertanto, ancora **probabile uno scenario in cui avvengano due aumenti, di 25 punti base ciascuno, a marzo e a giugno, per controllare le aspettative inflazionistiche (Scenario C), ma con un atteggiamento meno da 'falco' rispetto a quanto annunciato alla riunione di dicembre, in attesa di poter quantificare gli effetti del protezionismo in atto.**

In Giappone, alla riunione di fine gennaio, la Banca Centrale ha rivisto al rialzo le previsioni sul PIL, grazie alla maggiore crescita negli altri Paesi, **mentre quelle sull'inflazione sono rimaste pressoché invariate.** In particolare, prevede un PIL a +1.4% nel 2016 (rivisto da +1% della riunione precedente), a +1.5% nel 2017 (rivisto da +1,3%), a +1.1% nel 2018 (rivisto da +0.9%); per l'inflazione, prevede un -0.2% nel 2016 (rivisto da -0.1%), +1.5% nel 2017 e +1.7% nel 2018. **Tuttavia, i dati macroeconomici hanno dimostrato una certa debolezza della domanda e la guerra delle valute di Trump ha interrotto il deprezzamento dello yen, per cui i rischi sbilanciati al ribasso sia per la crescita che per l'inflazione, messi in evidenza dalla Banca Centrale, si sono enfatizzati.**

Nell'Area Euro, la ripresa si fa più solida e l'inflazione a gennaio ha segnato il passo più veloce di crescita da metà del 2013, superando le previsioni della BCE per quest'anno. **Questo ha alimentato le richieste in Germania di ridurre il Quantitative Easing, osteggiato fin dall'inizio. Draghi ha ribadito che non è ancora il momento di discutere di exit strategy perché le pressioni inflazionistiche sono ancora deboli e permangono i rischi di crescita. È necessario che l'inflazione, guidata principalmente dai prezzi dell'energia, si traduca in un'inflazione sottostante core e, per il momento, questo indice non presenta tensioni. Tuttavia, i dati sui prezzi rimangono osservati speciali, perché, se accelerassero, il dibattito sullo stimolo della BCE si rianimerebbe. Se fosse solo l'Italia a non registrare rischi inflazionistici, sarebbe difficile giustificare una politica monetaria ultra espansiva.**

Dal momento che in gennaio i rischi politici si sono già fatti sentire registrando un rialzo dei rendimenti in Italia, dove il decennale è salito di 50 punti base, e in Francia, con un incremento di 40 punti base, riteniamo che la BCE non modificherà la suo atteggiamento per tutto l'anno in corso. Un ridimensionamento degli acquisti di titoli di Stato sul mercato secondario penalizzerebbe certamente l'Italia alle prese con problemi di aggiustamento del deficit pubblico, di elezioni molto probabilmente anticipate e maxi-aste per coprire il debito in scadenza, ma anche l'intera area perché la tenuta dell'asse portante franco-tedesco evidenzia qualche segno di incertezza: la Francia rischia di perdere la sua posizione di Paese *core* perché non deve solo affrontare il problema di un clima elettorale contaminato da scandali e spinte populiste, ma anche quello di un debito pubblico arrivato al 100% del PIL e di una crescita che stenta ad arrivare all'1%.

Per quando riguarda il petrolio, a gennaio è iniziato il taglio della produzione deciso a Vienna a fine novembre e il prezzo del greggio si è portato stabilmente sopra i 50 dollari al barile: il Brent si è portato a quota 56 e il WTI a 53, segno che l'accordo viene rispettato. L'Arabia Saudita ha dichiarato che ha portato la produzione sotto i 10 milioni di barili al giorno e non sono esclusi nuovi tagli. Questo scongiurerebbe l'aumento di produzione con la nuova tecnica *shale oil* che in USA è ritornata a crescere. Pertanto **confermiamo la probabilità che le quotazioni rimangano intorno a 55-60 dollari al barile, almeno nella prima parte del 2017.**

GLI ULTIMI DATI

I dati preliminari sul PIL del quarto trimestre del 2016 hanno deluso con un **ridimensionamento della crescita economica**. Dopo il brillante +3.5% t/t annualizzato del terzo trimestre, il 2016 ha chiuso con un limitato +1.9% t/t negli ultimi tre mesi. La crescita nell'intero anno si attesta, quindi, a +1.6% da +2.6% del 2015, il peggior risultato dal 2011. **Il peggioramento va attribuito al canale estero** che ha sottratto crescita per un -1.7%, **dovuto al doppio effetto penalizzante di una dinamica negativa delle esportazioni** (-4.3% t/t e in particolare quasi -7% t/t per i beni) **ed una positiva delle importazioni** (+8.3% t/t; +10% per i beni). Dall'altro lato, il contributo di consumi e investimenti rimane bilanciato (+1.7% per entrambe le componenti). I primi hanno dimostrato una certa tenuta con una crescita di +2.5% t/t annualizzata. Il consolidamento di una variazione dei consumi di beni durevoli intorno al +10/11% t/t ormai da tre trimestri consecutivi, testimonia l'ottimismo dei consumatori americani sul futuro che ha caratterizzato il 2016. Buone notizie anche dal fronte degli investimenti, soprattutto quelli residenziali che sono tornati a crescere ad un tasso di +10.2% t/t, dopo le incertezze dei trimestri precedenti. Va sottolineato che il contributo di +1.7% degli investimenti lordi sopra citato è dovuto in gran parte alla variazione delle scorte (+1% t/t), ma sembra fisiologico dopo cinque trimestri di decumulo (dal secondo trimestre del 2015 al secondo del 2016).

Le nuove informazioni provenienti dai dati mensili sono relative principalmente a dicembre, quindi già incorporate in quelli trimestrali.

In generale, i segnali sono positivi per la crescita, ma deludono le aspettative più ottimistiche ed emerge qualche incertezza sulla fiducia di consumatori e imprese a **gennaio**: dopo una già importante correzione a dicembre, l'INAPM è bruscamente sceso a 50.3 da 53.9 (rivisto al ribasso da 54.6) contro un'aspettativa ottimistica di 55.2, a testimoniare le preoccupazioni degli imprenditori sul nuovo corso di politica economica di Trump. Come sottolineato nell'introduzione, forse i timori sui profitti aziendali delle multinazionali americane prevalgono sui vantaggi fiscali promessi. Il Conference Board è diminuito a 111.8 da 113.3. In questo caso, i mercati si aspettavano un calo, ma di entità più limitata (112.6).

I dati relativi a dicembre sull'offerta confermano la positività del ciclo economico americano, ma non una particolare forza: l'aumento della produzione industriale di +0.8% m/m compensa pienamente il brutto dato di novembre (-0.7% m/m) e gli ordini di beni durevoli, esclusi i trasporti, registrano un +0.5% m/m. **Il mercato del lavoro ha un po' deluso** con un aumento dell'occupazione di +156 mila unità, rispetto alle 177 mila attese e le 204 mila di novembre (riviste da 178 mila). Anche il tasso di disoccupazione, dopo il grande calo a +4.6% di novembre (da 4.9%), in dicembre ha riaggiustato leggermente al rialzo a +4.7%.

Sul fronte dei prezzi, a dicembre, se da un lato l'indice PCE (Personal Consumption Expenditures) *core*, che esclude le componenti più volatili di energia e alimentari, è rimasto invariato a +1.7% a/a tendenziale, dall'altro **i salari orari destano preoccupazioni** con un incremento mensile di +0.4% m/m, portando il tendenziale a +2.9% a/a da +2.5% di novembre.

Dal lato della domanda, il buon dato di dicembre sulle vendite al dettaglio (+0.6% m/m) è offuscato dall'andamento negativo della fiducia dei consumatori di gennaio, sopra citato.

A fronte di dati macroeconomici più deboli del previsto e delle incertezze sugli effetti della politica di Trump messi in evidenza nell'introduzione, confermiamo lo scenario del mese precedente con un atteggiamento della Fed più cauto rispetto a quanto annunciato alla riunione di dicembre: sono previsti due rialzi dei tassi ufficiali da 25 punti base ciascuno, a marzo e giugno.

USA

I dati macroeconomici deludono le aspettative; preoccupa il protezionismo di Trump

In Giappone non ci sono nuove informazioni dai dati trimestrali rispetto al mese precedente. I nuovi dati mensili a disposizione evidenziano un recupero dal lato dell'offerta ma debolezza della domanda, lasciando qualche ombra sullo scenario futuro.

Dal lato dell'offerta, a dicembre la produzione industriale ha registrato un buon incremento di +0.5% m/m, al di sopra delle attese di +0.3% m/m. A gennaio la fiducia delle imprese ha corretto leggermente al rialzo: il PMI manifatturiero si è portato a 52.7 da 52.4 di dicembre. Gli ordini di macchinari, invece, dopo il grande balzo di +4.1% m/m in ottobre, a novembre hanno azzerato il vantaggio con un -5.1% m/m.

Dal lato della domanda, a dicembre, pur con un buon andamento della fiducia dei consumatori (a 43.1 da 40.9), le vendite al dettaglio, dopo due mesi consecutivi particolarmente brillanti, hanno interrotto la tendenza positiva (-1.7% m/m) e i consumi privati sono scesi di -0.2% m/m.

Gli indicatori dei prezzi segnalano ancora deflazione, con una variazione tendenziale del CPI core a dicembre negativa (-0.2% a/a) anche se in miglioramento dal mese precedente (-0.3% m/m). Preoccupante è l'accelerazione del calo degli affitti di case.

Dall'analisi precedente, emerge pertanto che dovrà essere ancora il canale estero a supportare la crescita nei prossimi mesi, ma l'incertezza generata dalla politica di Trump e il recente indebolimento del dollaro hanno ridato forza allo yen.

Non a caso la Banca Centrale giapponese, pur rivedendo leggermente al rialzo le sue previsioni sul PIL dei prossimi tre anni, ha affermato che i rischi sono sbilanciati al ribasso sia per l'attività economica che per i prezzi.

GIAPPONE

I rischi sono sbilanciati al ribasso sia per la crescita che per l'inflazione

Per l'Area Euro, i dati trimestrali confermano la ripresa in atto: il preliminare del quarto trimestre del 2016 evidenzia un PIL in aumento di +0.5% t/t ed è stato rivisto al rialzo quello del trimestre precedente a +0.4% t/t da +0.3%, consolidando la crescita in termini tendenziali a +1.8%. Per il momento, non sono disponibili informazioni sulle singole componenti, ma si può confermare l'effetto positivo della politica monetaria molto espansiva della BCE.

I dati mensili sono prevalentemente relativi a novembre e dicembre del 2016, per cui meno rilevanti perché non aggiungono informazioni alle rilevazioni trimestrali sopra menzionate. In ogni caso, dimostrano positività dal lato dell'offerta ma qualche incertezza per la domanda: a novembre, da un lato, la produzione industriale ha registrato un brillante +1.5% m/m, ben al di sopra delle aspettative (+0.7% m/m), con il supporto dell'importante settore delle costruzioni (+0.4% m/m); dall'altro le vendite al dettaglio sono diminuite di -0.4% m/m, dopo il balzo di +1.4% m/m di ottobre.

Sul mercato del lavoro, a dicembre è continuato il trend in discesa del tasso di disoccupazione, che ha conseguito un'ulteriore limatura verso il basso (a 9.6% da 9.7% del mese precedente). Ma sono soprattutto gli indici di fiducia relativi a gennaio, quindi rilevanti per il trimestre corrente ancora non noto, a dimostrare ottimismo: l'ESI (Economic Sentiment Indicator), che esprime la fiducia sia dei produttori che dei consumatori, dopo l'aumento consistente di dicembre 2016, ha aggiustato ulteriormente verso l'alto a 107.9 da 107.8, raggiungendo i livelli massimi da aprile 2011, con un leggero miglioramento anche per la componente dei consumatori; il PMI manifatturiero ha raggiunto quota 55.1 da 54.9 del mese precedente, battendo le aspettative di un ridimensionamento.

I dati sull'inflazione confermano quanto detto da Draghi all'ultima riunione della BCE, cioè che i rischi di deflazione si sono esauriti: in gennaio la variazione tendenziale dell'indice globale dei prezzi al consumo ha registrato un balzo a +1.8% a/a da +1.1% a/a di dicembre, mentre l'indice core ha consolidato lo 0.9% del mese precedente. Questo ci dice che l'incremento è dovuto essenzialmente al prezzo del petrolio.

AREA EURO

I rischi di deflazione si sono esauriti, rimangono forti i rischi politici

Tutto ciò, tuttavia, non dovrebbe implicare un anticipo del termine della politica monetaria espansiva da parte della BCE. Infatti, all'ultima riunione del 19 gennaio, il Consiglio ha sottolineato che l'inflazione recentemente è aumentata per i prezzi dell'energia, ma ciò potrebbe essere transitorio. Non ha discusso di una riduzione del Quantitative Easing se la situazione dovesse essere più favorevole e, anzi, ha ribadito che se dovesse diventare meno favorevole, è pronto ad incrementare il QE, sia in termini di dimensione sia di durata. È chiaro che **la BCE è ora più preoccupata dai rischi di shock politici che potrebbero emergere dalla tornata elettorale. Tanto più che ora in Italia, il Paese più a rischio per i populismi insieme alla Francia, è aumentata la probabilità di elezioni anticipate** (a giugno), dopo la sentenza della Consulta che ha reso applicabile fin da subito la vigente legge elettorale.

Il parlamento britannico ha autorizzato la notifica dell'articolo 50 del trattato di Lisbona per l'avvio dei negoziati con l'Unione Europea sulla Brexit. È troppo presto per dire che influenza avrà su crescita e inflazione dell'eurozona, tuttavia **i cambiamenti in atto per il momento ne mettono in evidenza alcuni vantaggi. Le principali banche internazionali stanno spostando i loro quartieri generali in luoghi che consentano di superare il blocco della Brexit.** A spese di Londra, Standard Chartered Plc e Barclays Plc hanno scelto Dublino, Goldman Sachs Group Inc., Citigroup Inc. e Lloyds Banking Group Plc hanno scelto Francoforte.

In Germania non ci sono nuove informazioni dai dati trimestrali sul PIL. Quelli mensili dimostrano che **l'attività economica tedesca ha mantenuto la sua intonazione positiva in chiusura del 2016 più dal lato dell'offerta che da quella della domanda.** Da un lato, a novembre la produzione industriale ha registrato un aumento di +0.4% m/m e il dato di ottobre è stato rivisto al rialzo a +0.5% (da +0.3% m/m), con un buon risultato nel settore delle costruzioni (+1.5% m/m) che sembra continuare il trend positivo del mese precedente (+1.1% m/m). Gli ordini all'industria sono diminuiti di -2.5% m/m, ma vanno valutati alla luce del forte incremento di +5% m/m di ottobre. I mercati si attendevano questo declino (-2.1% m/m). Dall'altro, a dicembre le vendite al dettaglio hanno subito un calo di -0.9% m/m, dopo il già pesante -1.7% m/m, contro un'aspettativa di +0.7% m/m. Appare quindi chiaro che **l'economia tedesca presenta una certa debolezza dal lato della domanda. I dati disponibili relativi a gennaio sembrano dimostrare che la locomotiva dell'Area Euro ha iniziato l'anno in corso con una buona intonazione. Il tasso di disoccupazione è sceso al di sotto della soglia psicologica del 6% (5.9%) e l'ottimismo dei produttori è aumentato nel settore manifatturiero: il PMI ha raggiunto il livello di 56.5 punti da 55.6 di dicembre.**

Il dato preoccupante proviene dall'inflazione che a gennaio, pur con un calo di -0.8% m/m, ha corretto notevolmente al rialzo in termini tendenziali a +1.9% a/a da +1.7% a/a di dicembre. Non si hanno informazioni sull'indice *core* di gennaio, ma in dicembre c'era già stato un considerevole aggiustamento verso l'alto per questo indicatore a +1.4% a/a da +1.1% a/a. **Questi dati hanno spinto da più parti in Germania a richiedere a Draghi di interrompere il Quantitative Easing. Basandosi sulle riposte alla *conference call* tenuta al termine della riunione del 19 gennaio, la Banca Centrale Europea non intende modificare la politica monetaria espansiva in atto perché ritiene che questi effetti siano transitori e dovuti prevalentemente ai rincari dell'energia.**

In ogni caso, da qui in avanti, se l'economia dell'Area Euro continuerà a crescere, la BCE dovrà affrontare un'inevitabile asimmetria tra i Paesi *core* e quelli periferici. Questi ultimi, penalizzati da politiche fiscali più restrittive, volte ad aggiustare i conti pubblici, avranno inflazione e crescita inferiori ai primi.

Germania

Francia

In Francia, i dati del quarto trimestre del 2016 dimostrano una solida ripresa, con una crescita più bilanciata tra le diverse componenti rispetto ai trimestri precedenti. Il PIL è cresciuto a livello congiunturale di +0.4% t/t, portando il tasso tendenziale a +1.1% a/a e la dinamica è risultata più che soddisfacente sia per i consumi che per gli investimenti fissi (+0.6% t/t e +0.8%, rispettivamente). Il decumulo di scorte (-0.3% t/t) compensa in parte il rilevante accumulo registrato nel terzo trimestre (+0.7% t/t) e fonda la ripresa su basi più solide rispetto al trimestre precedente in cui il contributo di questa componente era stato determinante per il risultato positivo.

Il canale estero non ha contribuito significativamente alla crescita (+0.1% t/t) per un aumento delle importazioni di pari passo con quello delle esportazioni (+0.8% t/t e +1.1% t/t, rispettivamente).

I nuovi dati mensili disponibili si riferiscono prevalentemente a novembre e dicembre, per cui non aggiungono informazioni rilevanti rispetto a quelli trimestrali.

Da segnalare, comunque, l'ottimo dato della produzione industriale che a novembre ha registrato un +2.2% m/m dopo le incertezze di ottobre (-0.1% m/m) e ben al di sopra delle attese (+0.7% m/m). La contrazione nel settore delle costruzioni (-0.3% m/m) va interpretata come fisiologica dopo il forte incremento del mese precedente (+2% m/m). Dal lato della domanda, sempre in novembre le vendite al dettaglio sono rimaste invariate.

Gli unici dati relativi a gennaio, quindi rilevanti perché danno informazioni sul primo trimestre dell'anno in corso ancora non noto, sono gli indici di fiducia e l'inflazione.

Per quanto riguarda i primi, a parte un leggero aggiustamento verso il basso del PMI manifatturiero, quello sui servizi conferma l'**ottimismo delle imprese** con un livello di 53.9 da 52,9 di dicembre 2016 e l'indicatore dell'ufficio di statistica francese Insee è rimasto invariato a 106. **La fiducia dei consumatori continua la sua lenta ripresa** portandosi ad un livello di 100 punti da 99 del mese precedente.

Sul fronte dell'inflazione, in gennaio la stima preliminare indica una forte correzione al rialzo dei prezzi al consumo in termini tendenziali (+1.6% a/a da +0.8% a/a di dicembre 2016). Era attesa, anche se non della stessa entità (+1.2% a/a). Pur non avendo la disponibilità dell'indice *core* di gennaio, possiamo presumere che l'incremento sia attribuibile ai rincari dell'energia, in linea con quanto commentato sull'intera Area Euro.

Lo scenario resta dominato dalla componente politica in vista delle elezioni presidenziali del 23 aprile. Con la forza del partito estremista di Le Pen, la Francia rappresenta uno dei focolai più pericolosi di anti-europeismo a cui i mercati finanziari e la BCE guardano con preoccupazione.

Italia

In Italia, non ci sono nuove informazioni dai dati trimestrali. Quelli mensili indicano una confortante ripresa economica. Tuttavia, come per gli altri Paesi dell'Area Euro, la crescita è più dal lato dell'offerta che della domanda. Probabilmente la prima sta beneficiando della tendenza positiva dell'economia globale.

L'attività produttiva, infatti, a novembre ha registrato tutti segnali positivi: la produzione industriale è cresciuta di +0.7% m/m, portando il tasso tendenziale vicino al 3% a/a. Le aspettative erano più caute con un limitato +0.2% m/m. Buona la dinamica del settore delle costruzioni di +2% m/m. Con un +1.5% m/m, gli ordini all'industria hanno fatto meglio che nel mese di ottobre (+1% m/m) e delle aspettative (+0.8% m/m).

Le notizie positive si rafforzano per gli indicatori disponibili relativi al mese di gennaio: gli indici di fiducia delle imprese hanno registrato significativi incrementi, sia nel settore manifatturiero, che si è portato a quota 104.8 dal precedente 103.7, che in quello dei servizi, a 105.4 dal precedente 102.5.

Dal lato della domanda, invece, in sintonia con gli altri Paesi dell'Area Euro, i consumi stentano a riprendersi: le vendite al dettaglio in novembre sono diminuite di -0.7% m/m e la fiducia dei consumatori di gennaio ha corretto verso il basso a quota 108.8 da

110.9 del mese precedente. Va comunque sottolineato che il dato di dicembre è stato rivisto al rialzo (da 109.5), rendendo ancora più sostanziale il recupero dell'ottimismo dei consumatori registrato a fine 2016.

Sul fronte dei prezzi, non sono disponibili i dati di gennaio, per poter dire se anche l'Italia abbia subito la stessa pressione al rialzo che ha caratterizzato Germania, Francia e Spagna. A dicembre, l'indice globale dei prezzi al consumo, in termini tendenziali si è portato a quota +0.5% a/a, quello *core* a +0.7% a/a.

Per quanto riguarda lo scenario politico, la Corte Costituzionale si è espressa sull'*Italicum*: ha bocciato il ballottaggio e le pluricandidature, ha salvato il premio di maggioranza (in caso di raggiungimento del 40% di una singola lista), le soglie di sbarramento e imposto il capolista bloccato. Ne esce una **legge elettorale applicabile fin da subito, anche se resta il problema della difformità tra Camera e Senato**. La prima, mancando del ballottaggio, prevede un sistema semi-maggioritario (non più maggioritario puro). Il secondo prevede un sistema proporzionale puro, perché manca il premio di maggioranza, con soglie di sbarramento all'8%.

Dopo la sentenza, la maggioranza di Renzi e le opposizioni hanno spinto sull'acceleratore per andare alle elezioni entro giugno.

Se si andasse alle urne, ne uscirebbe un risultato tripolare e l'improbabilità di raggiungere il 40% per una singola lista per ottenere il premio di maggioranza, produrrebbe coalizioni poco stabili e, quindi, l'**ingovernabilità**.

Pertanto, **che si vada a votare o no, lo scenario di instabilità politica non cambierebbe** e questo ha già pesato sui rendimenti dei titoli di Stato che dall'esito della Consulta sono aumentati di 50 punti base, raggiungendo il 2.3% sul decennale.

Sui rendimenti, tuttavia, **pesa anche il programma di maxi-aste nell'anno in corso per coprire il debito in scadenza e il problema di deficit eccessivo al di fuori della flessibilità già concessa** accantonato prima del referendum per non influirne i risultati. Mancano 3.4 miliardi di euro per rispettare il 2.2% di deficit/PIL, altrimenti la Commissione Europea attiverrebbe la procedura per infrazione. Febbraio-marzo resta un periodo chiave per i conti pubblici italiani e i tempi sono stretti perché l'eventuale manovra correttiva dovrebbe essere varata entro marzo.

Sulla base delle considerazioni precedenti, sono stati definiti i seguenti tre scenari:

GLI SCENARI

A (20%)

Usa: I rischi inflazionistici derivanti dal mercato del lavoro con salari orari al di sopra del 3% tendenziale, una politica fiscale fortemente espansiva e un conseguente brillante passo di crescita dell'economia intorno al 2.5/3%, **impongono alla Fed un percorso di politica monetaria più restrittivo.** Nel 2017 la Fed conferma l'atteggiamento da 'falco' annunciato alla riunione di dicembre 2016 con **tre rialzi, ciascuno di 25 punti base, a marzo, giugno e settembre.** L'economia vicina al pieno impiego, stimolata da interventi espansivi sul fronte fiscale, deve essere inequivocabilmente frenata dalla politica monetaria per mantenere il controllo delle aspettative inflazionistiche.

Area Euro: L'economia continua stabilmente su di un **passo di crescita moderato intorno all'1.5-2%**, grazie alla politica monetaria espansiva della BCE e ad una maggiore flessibilità concessa alla politica fiscale dei Paesi periferici allo scopo di mitigare spinte populiste con la tornata di elezioni del 2017. **In Italia, le elezioni anticipate** con la legge elettorale vigente, generano instabilità politica con un risultato elettorale tripolare, **ma non prevalgono spinte estremiste di uscita dall'euro**, così come in Francia. I rendimenti dell'intera area risentono delle tensioni politiche preelettorali e dell'effetto di trasmissione dagli Stati Uniti, che è più incisivo rispetto allo scenario C per la politica della Fed più restrittiva: il rendimento del BTP decennale può superare 2.5%, con uno spread verso il Bund sopra 200 punti base.

B (10%)

Usa: La politica fiscale ottiene minori effetti espansivi di quanto atteso. L'economia continua ad un passo di crescita debole intorno a 1.5% per l'impatto del **protezionismo di Trump**, delle conseguenti ritorsioni da parte degli altri Paesi e degli effetti restrittivi indiretti di rendimenti elevati, che incorporano il maggiore rischio sul debito pubblico americano utilizzato per finanziare le agevolazioni fiscali. **La Fed attende giugno per attuare un solo rialzo dei tassi ufficiali di 25 punti base** in un'ottica di semplice normalizzazione.

Area Euro: In Italia, le elezioni anticipate con la legge elettorale vigente, generano instabilità politica con un risultato elettorale tripolare. **Prevalgono spinte estremiste di uscita dall'euro, così come in Francia. I rendimenti dell'intera area ne risentono pesantemente perché viene messa in discussione la sopravvivenza dell'euro.** Nonostante la politica monetaria espansiva della BCE e una maggiore flessibilità concessa alla politica fiscale dei Paesi periferici per mitigare le spinte populiste, l'economia rimane debole con crescita sotto 1.5%: il rendimento del BTP decennale può raggiungere 2.7-2.8%, con uno spread verso il Bund intorno a 200 punti base.

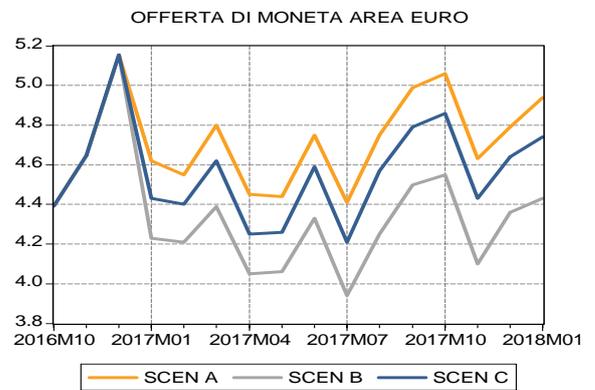
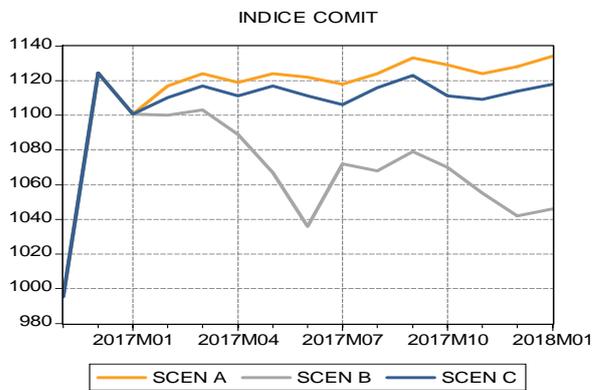
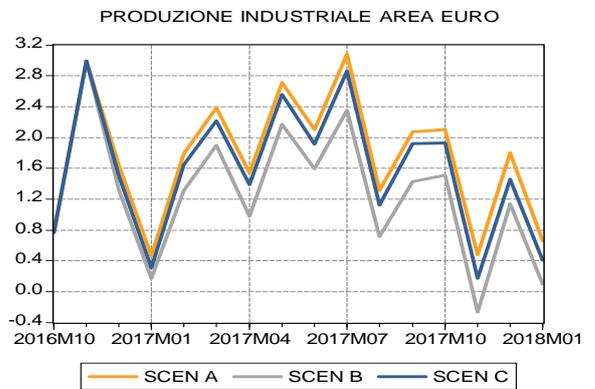
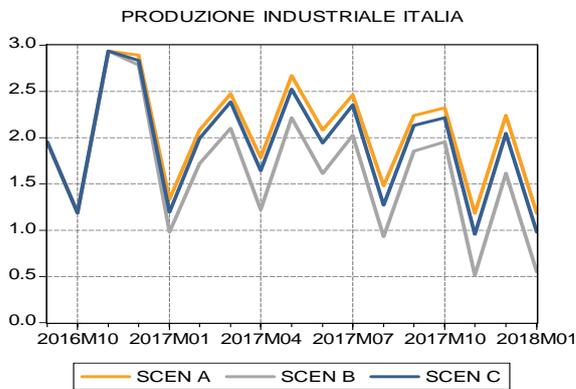
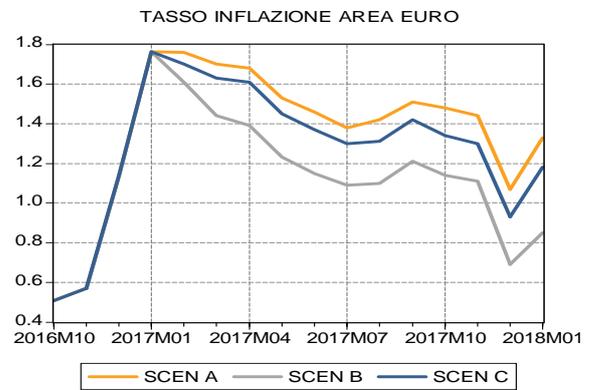
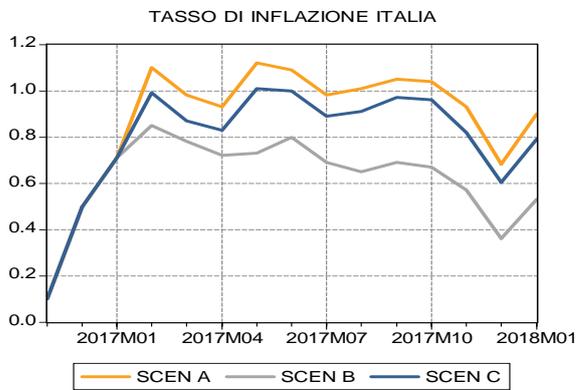
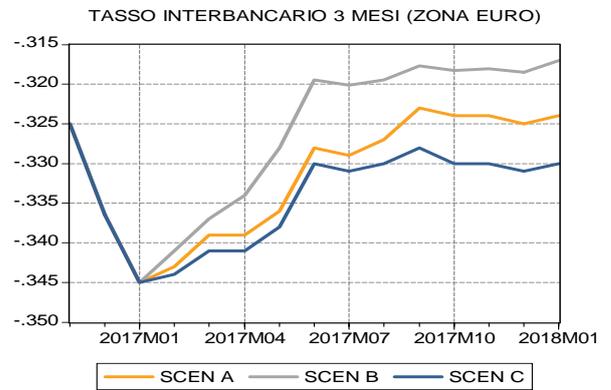
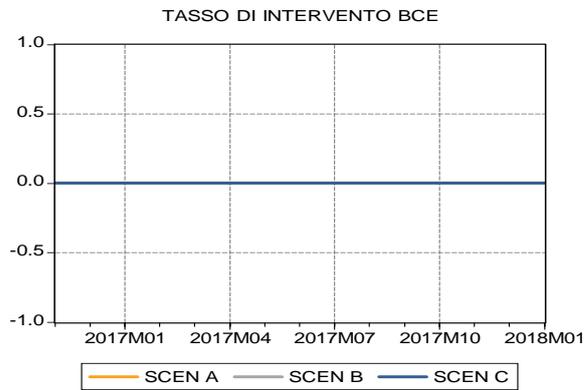
C (70%)

Usa: Una politica fiscale espansiva genera tensioni inflazionistiche da salari. Pur con un passo di crescita dell'economia intorno al 2%, la Fed segue un percorso di politica monetaria restrittivo, ma meno incisivo rispetto allo scenario A. **Nel 2017 la Fed aumenta i tassi di riferimento due volte, a marzo e giugno, di 25 punti base per ciascun intervento**, per controllare le aspettative inflazionistiche future. Successivamente, tenendo conto degli effetti restrittivi indiretti di rendimenti elevati, che incorporano il maggiore rischio sul debito pubblico americano, è attesa una pausa di riflessione per avere conferma sull'effettivo impatto della suddetta politica fiscale.

Area Euro: L'economia continua stabilmente su di un **passo di crescita moderato intorno all'1.5-2%**, grazie alla politica monetaria espansiva della BCE e ad una maggiore flessibilità concessa alla politica fiscale dei Paesi periferici allo scopo di mitigare spinte populiste con la tornata di elezioni del 2017. **In Italia, le elezioni anticipate** con la legge elettorale vigente, generano instabilità politica con un risultato elettorale tripolare, **ma non prevalgono spinte estremiste di uscita dall'euro**, così come in Francia. I rendimenti dell'intera area risentono delle tensioni politiche preelettorali e dell'effetto di trasmissione dagli Stati Uniti: il rendimento del BTP decennale può raggiungere 2.5%, con uno spread verso il Bund tra 190 e 200 punti base.

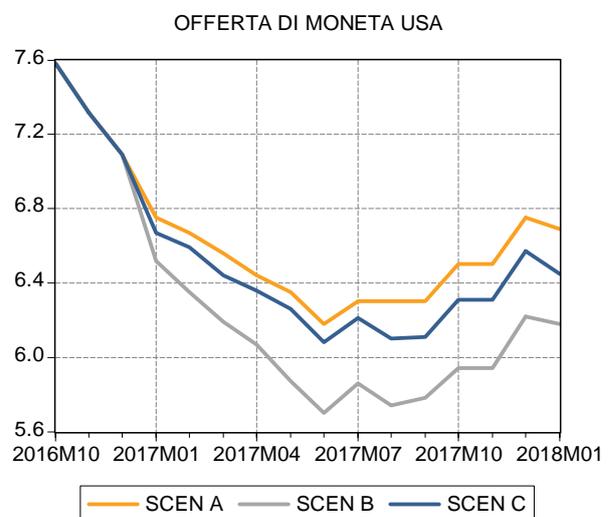
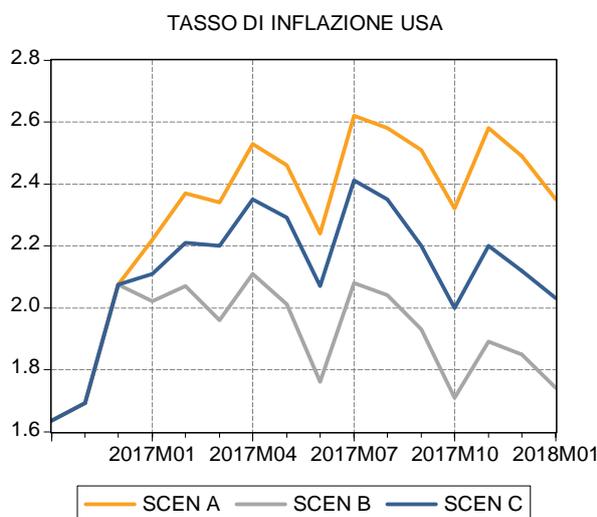
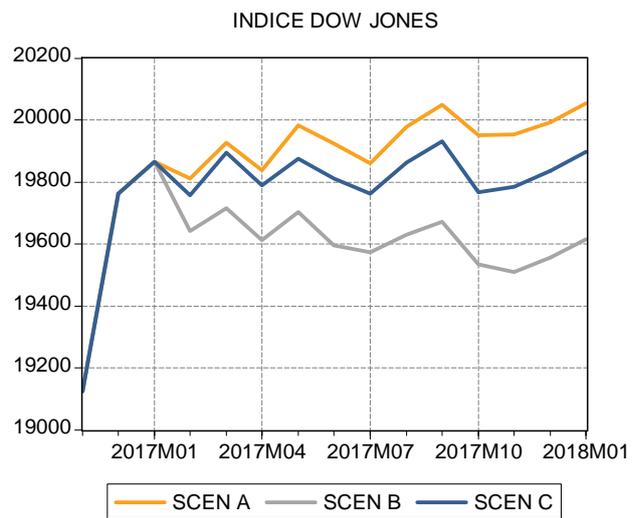
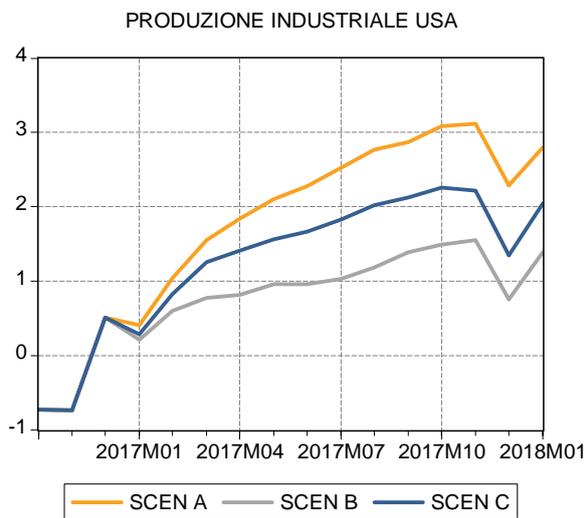
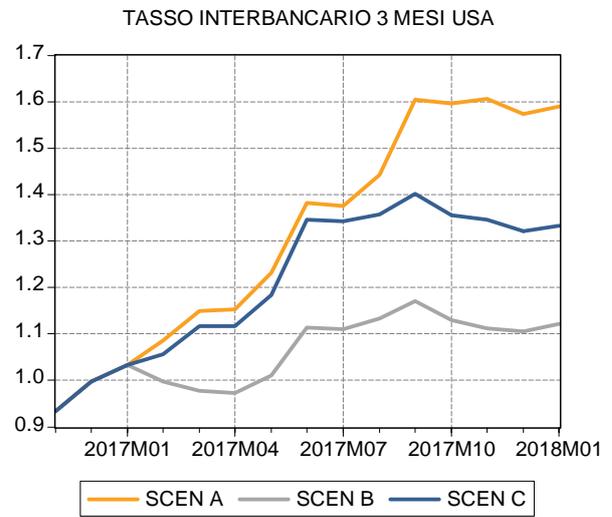
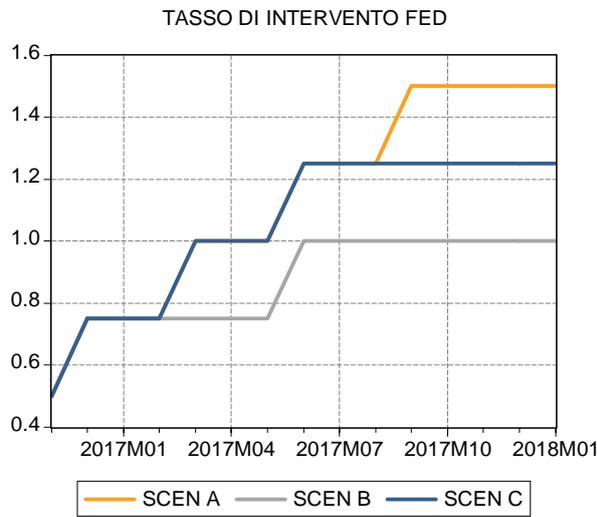
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

I saggi interbancari europei sono rimasti stabili a -0.4%, -0.3% e -0.2% rispettivamente per le scadenze a 1, 3 e 6 mesi, anche a gennaio 2017. Tenuto conto che, alla riunione del 19 gennaio, il Presidente della BCE ha evidenziato che il recente aumento dell'inflazione potrebbe essere transitorio e che, se la situazione dovesse tornare meno favorevole, è pronto a incrementare nuovamente il QE, sia in termini di dimensione sia di durata, **i tassi dovrebbero mantenersi sui livelli attuali per l'intero periodo predittivo in tutti e tre gli scenari delineati.**

In gennaio i tassi della struttura a termine italiana hanno risentito dell'instabilità politica generatasi dopo l'esito della Consulta sull'Italicum. La probabilità che si vada a elezioni anticipate è, infatti, aumentata, tuttavia è anche assai probabile che dalla consultazione ne esca comunque un Paese ingovernabile. Di conseguenza i rendimenti in gennaio (+0.34%, +1.02%, +1.68% e +2.30% per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni) hanno corretto al rialzo rispetto a dicembre (+0.10%, +0.66%, +1.28% e +1.85%) quando erano diminuiti grazie al rapido insediamento del nuovo Governo, allo scudo *anti-spread* e all'intervento dello Stato italiano a sostegno degli aumenti di capitale delle banche in crisi. **Nello scenario C s'ipotizza che la Fed innalzi i tassi di riferimento due volte, in marzo e in giugno, e che in Area Euro le pressioni populiste siano mitigate dalla politica accomodante della BCE e da una maggiore flessibilità concessa alla politica fiscale dei paesi periferici. I rendimenti italiani sono visti in rialzo, a causa sia dell'instabilità politica sia dell'effetto di trasmissione dagli USA (+0.67% il 3 anni, +1.33% il 5 anni, +1.98% il 7 anni e +2.65% il 10 anni alla fine dell'orizzonte di previsione).** Nello scenario A, a parità di condizioni in Area Euro, s'ipotizza un nuovo rialzo da parte della Fed in settembre, pertanto i rendimenti italiani sono attesi su livelli più alti (+0.83% il 3 anni, +1.49% il 5 anni, +2.13% il 7 anni e +2.80% il 10 anni a gennaio 2018). Nello scenario B, la Fed decide di fare un solo rialzo a marzo, poiché la politica fiscale di Trump si rivela meno espansiva di quanto atteso. In Europa, inoltre, prevalgono le posizioni estremiste ed è messa in discussione la stessa sopravvivenza dell'euro. Questo, insieme all'aumento dei rendimenti dei titoli statunitensi, determina l'aumento più marcato dei tassi della struttura a termine italiana (rispettivamente +0.95%, +1.61%, +2.24% e 2.91% alla fine del periodo).

In novembre i tassi medi sui depositi (+0.4%) e sui prestiti (+2.9%) sono rimasti stabili rispetto al mese precedente. **In tutti e tre gli scenari delineati, i tassi bancari sono visti invariati o in lieve aumento per tutto il periodo predittivo:** quello medio sui depositi a gennaio 2018 potrebbe toccare lo 0.5% e quello sui prestiti il 3%.

In novembre i prestiti totali, dopo tre mesi consecutivi di crescita positiva (+0.3% a/a a ottobre 2016) sono tornati a contrarsi debolmente (-0.5% a/a) mentre i depositi totali sono aumentati ancora (+3.1% a/a) accelerando rispetto al mese precedente (+2.6% a/a). **In base ai risultati delle simulazioni, negli scenari A e C la dinamica dei prestiti totali dovrebbe riprendersi, avvantaggiata dalle misure espansive della BCE (+0.2% a/a e +0.3% a/a rispettivamente, a gennaio 2018) mentre in B, a causa della maggiore incertezza economica e politica, stentare maggiormente (0% a/a a fine orizzonte).** In tutti gli scenari, la raccolta è positiva per tutto il periodo predittivo (+3% a/a, +3.2% a/a e +2.6% a/a rispettivamente in C, A e B).

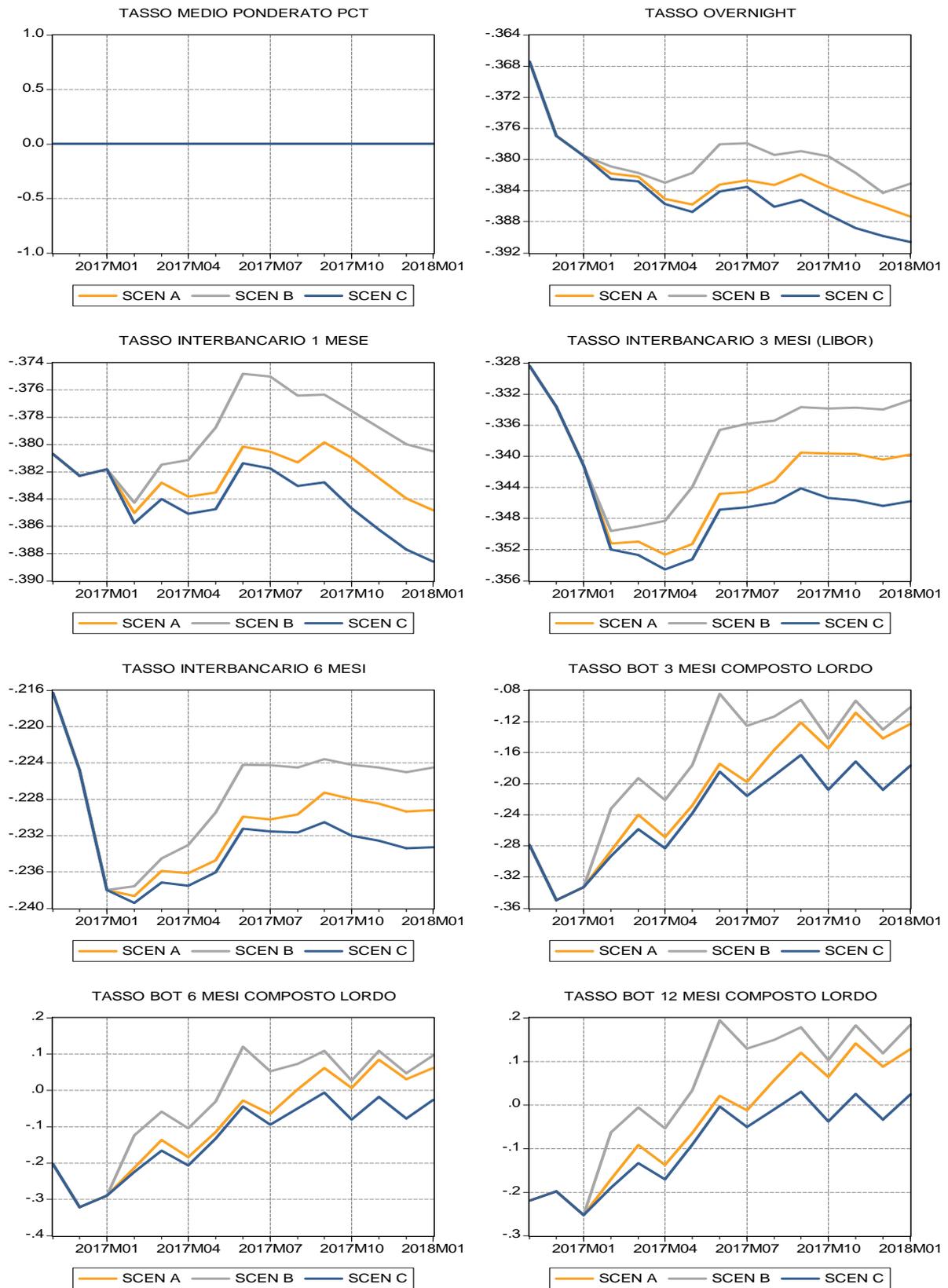
TASSI INTERBANCARI

STRUTTURA A TERMINE

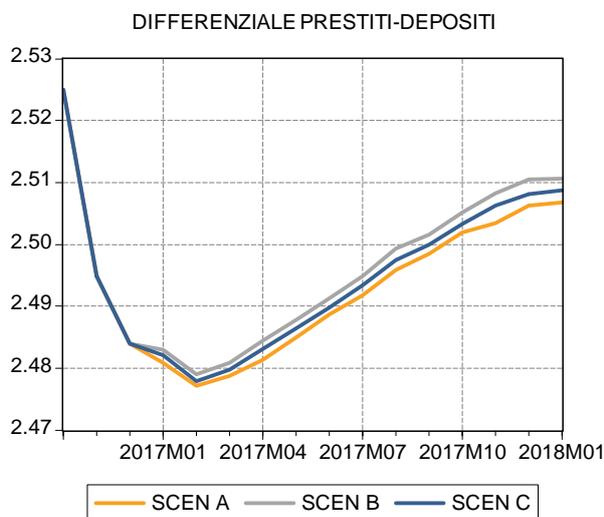
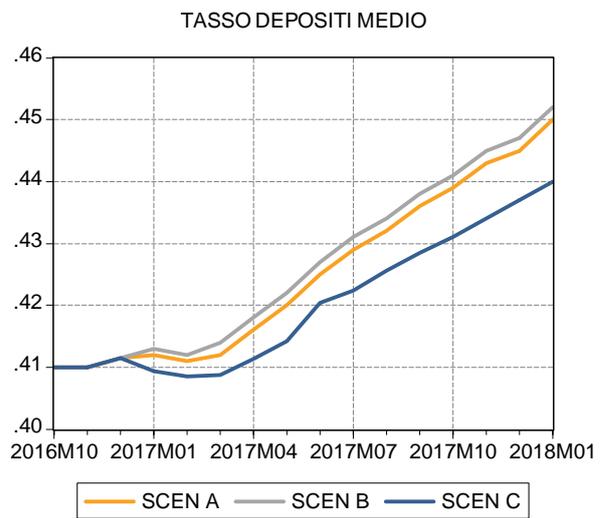
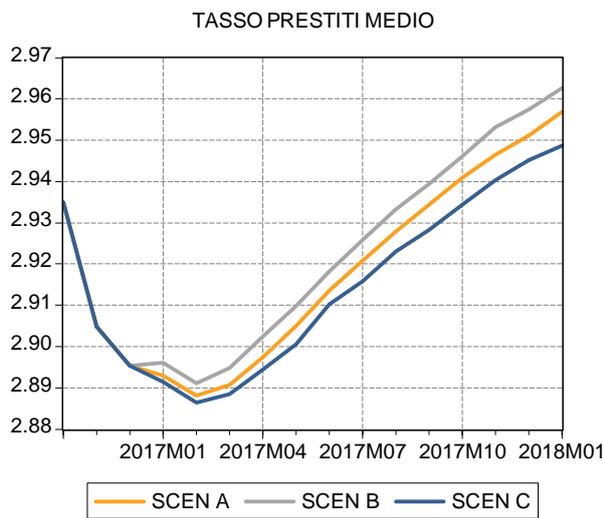
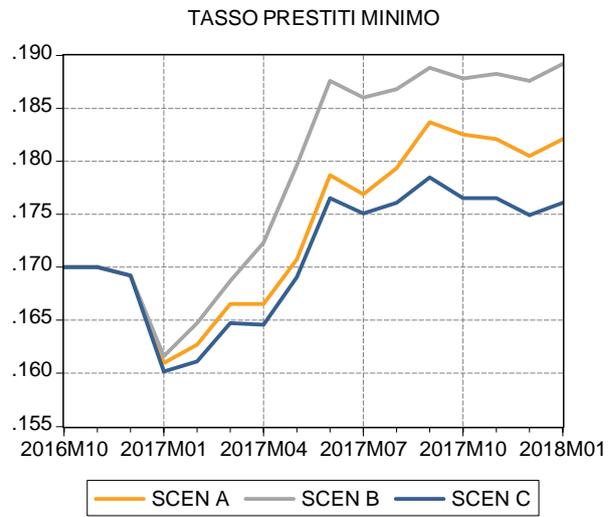
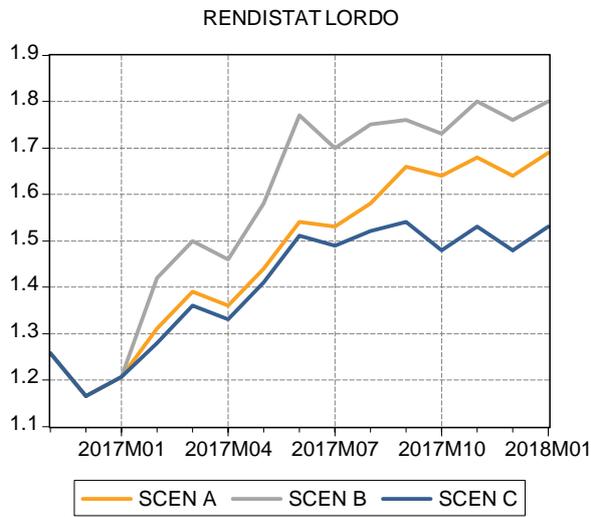
TASSI BANCARI

VOLUMI

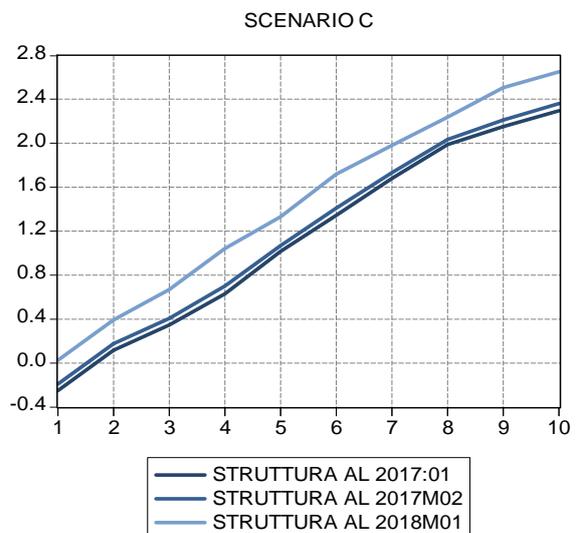
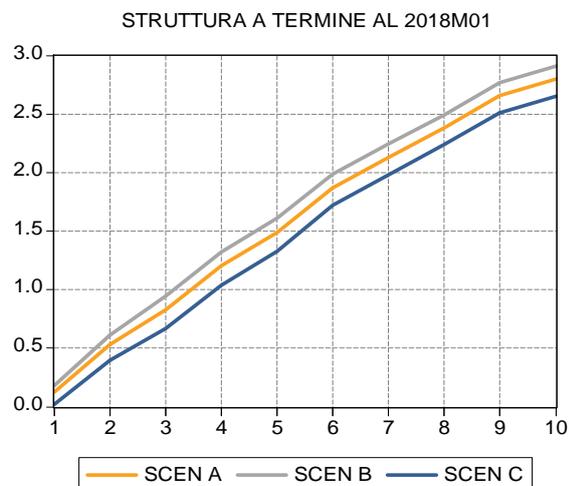
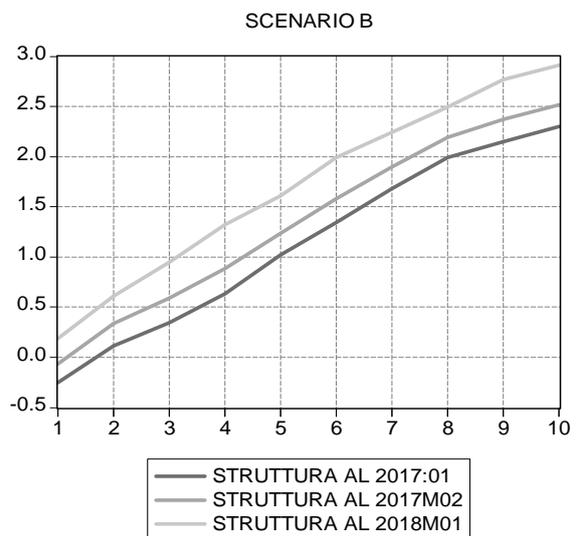
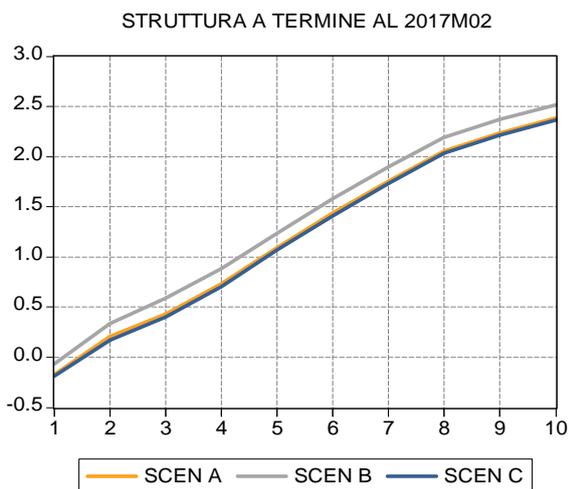
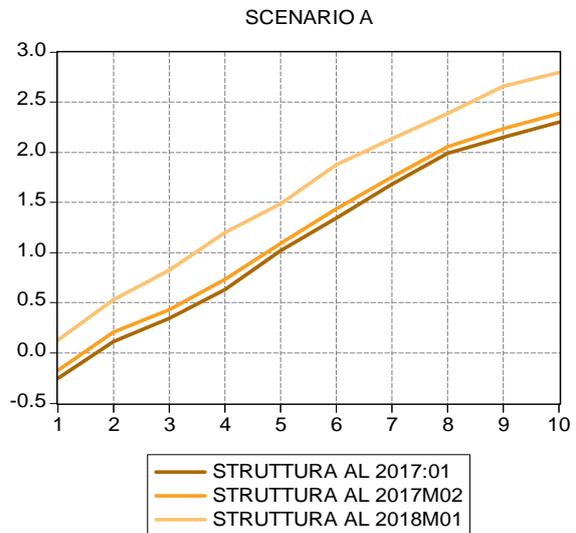
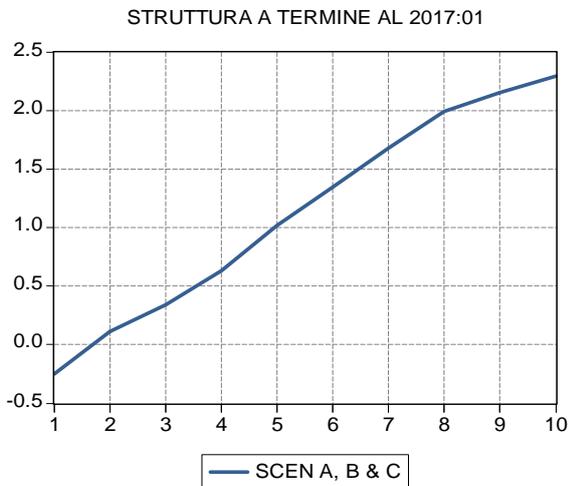
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



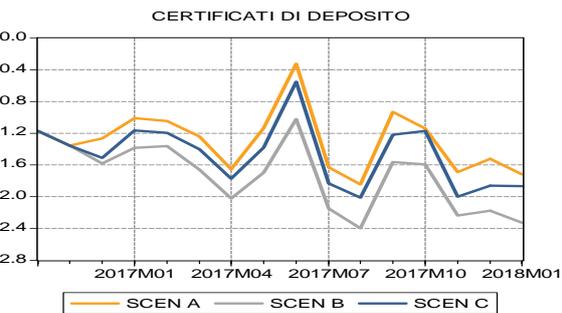
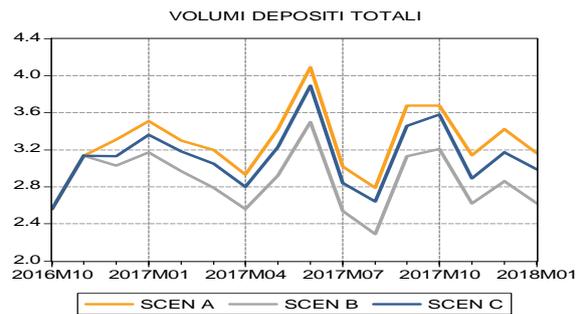
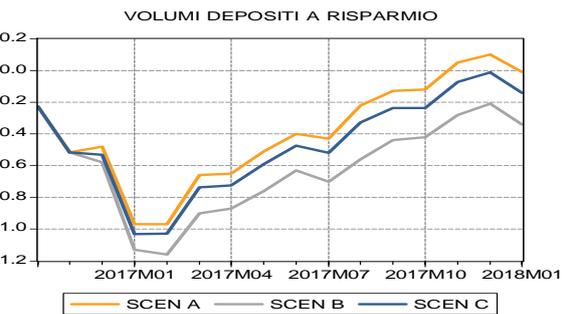
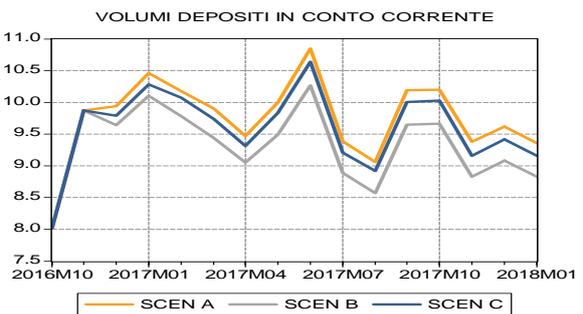
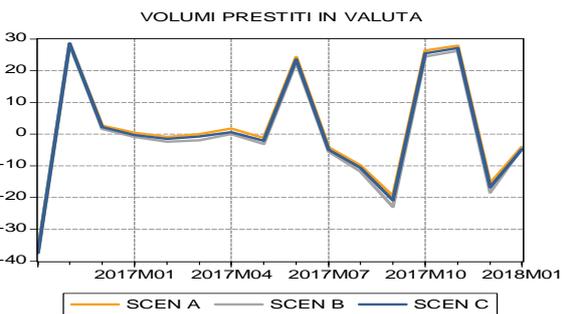
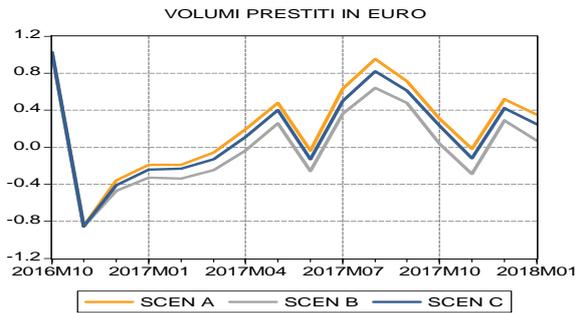
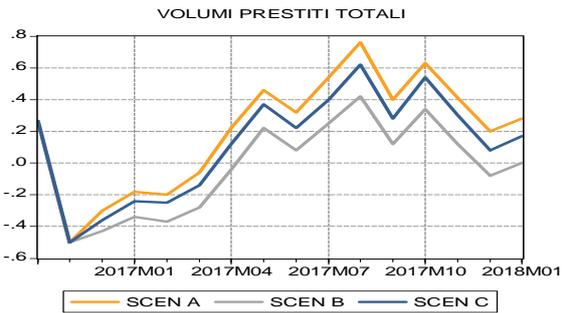
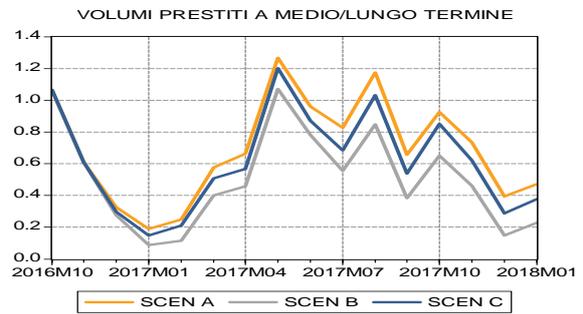
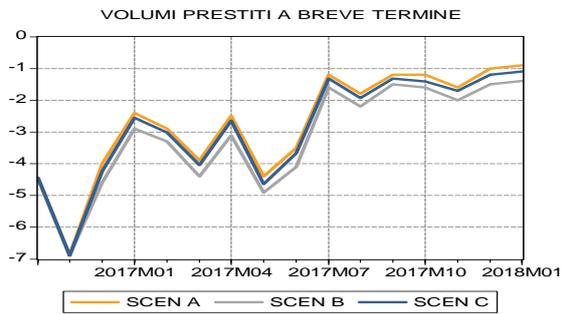
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
STRUTTURA A TERMINE - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE VOLUMI - Dati mensili (Variazione % annua)



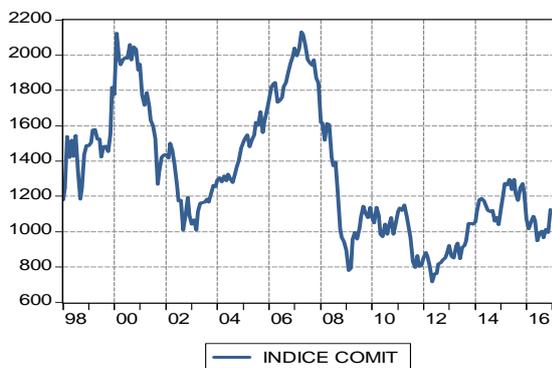
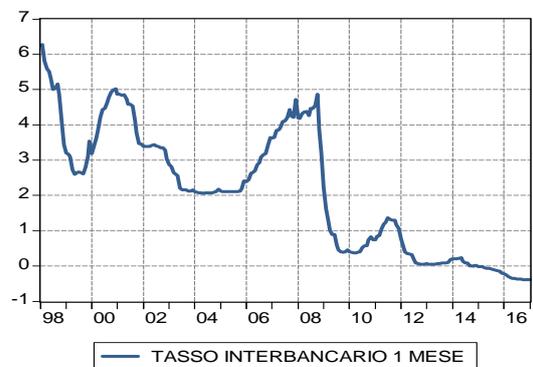
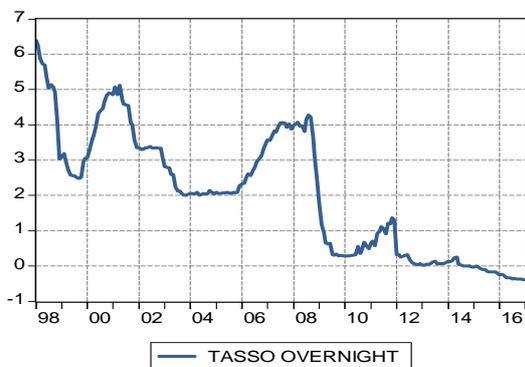
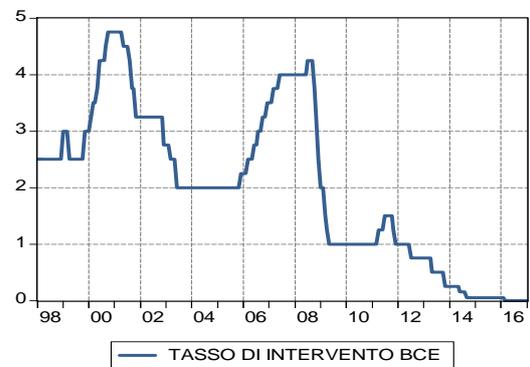
| SCENARIO A | 16 7 | 16 8 | 16 9 | 16 10 | 16 11 | 16 12 | 17 1 | 17 2 | 17 3 | 17 4 | 17 5 | 17 6 | 17 7 | 17 8 | 17 9 | 17 10 | 17 11 | 17 12 | 18 1 | |
|--------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| ESOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Tasso di intervento | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Indice COMIT (livello) | 993 | 1003 | 965 | 1013 | 995 | 1124 | 1101 | 1117 | 1124 | 1119 | 1124 | 1122 | 1118 | 1124 | 1133 | 1129 | 1124 | 1128 | 1134 | 1134 |
| Produzione Industriale (Var. % a/a) | 0.0 | 3.5 | 2.0 | 1.2 | 2.9 | 2.9 | 1.3 | 2.1 | 2.5 | 1.8 | 2.7 | 2.1 | 2.5 | 1.5 | 2.2 | 2.3 | 1.2 | 2.2 | 1.2 | 1.2 |
| Tasso di Inflazione (Arm.) | -0.2 | -0.1 | 0.1 | -0.1 | 0.1 | 0.5 | 0.7 | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 0.7 | 0.9 | 0.9 |
| ENDOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| TASSI | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| T. P/T medio | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| T. Overnight media d/l | -0.36 | -0.36 | -0.37 | -0.37 | -0.37 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.39 | -0.39 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.39 | -0.39 |
| T. Interb. 1m lett. | -0.37 | -0.37 | -0.37 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.39 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 |
| T. Interb. 3m lett. | -0.30 | -0.32 | -0.32 | -0.32 | -0.33 | -0.33 | -0.34 | -0.35 | -0.35 | -0.35 | -0.35 | -0.34 | -0.34 | -0.34 | -0.34 | -0.34 | -0.34 | -0.34 | -0.34 | -0.34 |
| T. Interb. 6m lett. | -0.19 | -0.20 | -0.21 | -0.21 | -0.22 | -0.22 | -0.24 | -0.24 | -0.24 | -0.24 | -0.23 | -0.23 | -0.23 | -0.23 | -0.23 | -0.23 | -0.23 | -0.23 | -0.23 | -0.23 |
| T. Depositi medio | 0.43 | 0.43 | 0.42 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.42 | 0.42 | 0.43 | 0.43 | 0.43 | 0.44 | 0.44 | 0.44 | 0.45 | 0.45 | 0.45 |
| T. Prestiti medio | 2.99 | 2.99 | 2.97 | 2.93 | 2.90 | 2.90 | 2.89 | 2.89 | 2.89 | 2.90 | 2.91 | 2.91 | 2.92 | 2.93 | 2.93 | 2.94 | 2.95 | 2.95 | 2.95 | 2.96 |
| T.prest. medio - T.dep. medio | 2.56 | 2.56 | 2.55 | 2.52 | 2.49 | 2.48 | 2.48 | 2.48 | 2.48 | 2.48 | 2.49 | 2.49 | 2.49 | 2.50 | 2.50 | 2.50 | 2.50 | 2.50 | 2.51 | 2.51 |
| T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾ | -0.27 | -0.30 | -0.31 | -0.33 | -0.28 | -0.35 | -0.33 | -0.29 | -0.24 | -0.27 | -0.23 | -0.17 | -0.20 | -0.16 | -0.12 | -0.15 | -0.11 | -0.14 | -0.12 | -0.12 |
| T. BOT comp. lordo 6m | -0.19 | -0.24 | -0.26 | -0.30 | -0.20 | -0.32 | -0.29 | -0.21 | -0.14 | -0.18 | -0.12 | -0.03 | -0.07 | 0.00 | 0.06 | 0.01 | 0.08 | 0.03 | 0.06 | 0.06 |
| T. BOT comp. lordo 12m | -0.18 | -0.19 | -0.18 | -0.24 | -0.22 | -0.20 | -0.25 | -0.17 | -0.09 | -0.14 | -0.06 | 0.02 | -0.01 | 0.06 | 0.12 | 0.06 | 0.14 | 0.09 | 0.13 | 0.13 |
| Rendistat lordo | 0.73 | 0.66 | 0.73 | 0.86 | 1.26 | 1.17 | 1.21 | 1.31 | 1.39 | 1.36 | 1.44 | 1.54 | 1.53 | 1.58 | 1.66 | 1.64 | 1.68 | 1.64 | 1.69 | 1.69 |
| Rendistat netto | 0.64 | 0.58 | 0.63 | 0.75 | 1.10 | 1.02 | 1.06 | 1.15 | 1.22 | 1.19 | 1.26 | 1.35 | 1.34 | 1.38 | 1.45 | 1.44 | 1.47 | 1.44 | 1.48 | 1.48 |
| STRUTTURA A TERMINE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Rend. BTP a 3 anni | 0.03 | 0.01 | 0.02 | 0.26 | 0.46 | 0.10 | 0.34 | 0.43 | 0.52 | 0.49 | 0.60 | 0.69 | 0.66 | 0.75 | 0.81 | 0.77 | 0.84 | 0.80 | 0.83 | 0.83 |
| Rend. BTP a 5 anni | 0.32 | 0.31 | 0.34 | 0.65 | 0.91 | 0.66 | 1.02 | 1.09 | 1.17 | 1.14 | 1.25 | 1.34 | 1.31 | 1.39 | 1.46 | 1.43 | 1.49 | 1.45 | 1.49 | 1.49 |
| Rend. BTP a 7 anni | 0.73 | 0.74 | 0.77 | 1.11 | 1.46 | 1.28 | 1.68 | 1.76 | 1.83 | 1.80 | 1.90 | 1.99 | 1.96 | 2.04 | 2.10 | 2.07 | 2.14 | 2.10 | 2.13 | 2.13 |
| Rend. BTP a 10 anni | 1.22 | 1.20 | 1.25 | 1.68 | 2.01 | 1.85 | 2.30 | 2.38 | 2.47 | 2.45 | 2.55 | 2.64 | 2.62 | 2.70 | 2.76 | 2.74 | 2.80 | 2.77 | 2.80 | 2.80 |
| VOLUMI (LIVELLI in mld) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 2318.891 | 2321.512 | 2334.851 | 2328.139 | 2324.513 | 2326.582 | 2341.168 | 2350.633 | 2352.591 | 2348.203 | 2337.72 | 2349.37 | 2331.41 | 2339.16 | 2344.19 | 2342.81 | 2334.04 | 2331.24 | 2347.72 | 2347.72 |
| Prestiti in euro | 2275.947 | 2280.537 | 2299.033 | 2299.556 | 2288.565 | 2280.004 | 2303.197 | 2315.440 | 2310.076 | 2304.112 | 2310.568 | 2306.23 | 2290.286 | 2302.20 | 2315.36 | 2306.69 | 2288.11 | 2291.86 | 2311.26 | 2311.26 |
| Prestiti in valuta | 42.944 | 40.975 | 35.818 | 28.583 | 35.948 | 46.578 | 37.971 | 35.193 | 42.515 | 44.091 | 27.156 | 43.143 | 41.127 | 36.953 | 28.834 | 36.121 | 45.936 | 39.375 | 36.465 | 36.465 |
| Prestiti a breve | 327.998 | 324.739 | 324.550 | 321.844 | 321.751 | 324.253 | 327.111 | 325.274 | 321.036 | 319.365 | 316.978 | 324.359 | 324.062 | 318.894 | 320.655 | 317.982 | 316.603 | 321.011 | 324.167 | 324.167 |
| Prestiti a m / l | 1990.893 | 1996.773 | 2010.301 | 2006.295 | 2002.762 | 2002.329 | 2014.057 | 2025.359 | 2031.554 | 2028.838 | 2020.745 | 2025.010 | 2007.351 | 2020.262 | 2023.535 | 2024.824 | 2017.441 | 2010.225 | 2023.556 | 2023.556 |
| Depositi totali | 2264.693 | 2255.092 | 2266.462 | 2261.369 | 2250.420 | 2272.394 | 2299.487 | 2326.196 | 2328.007 | 2339.084 | 2316.711 | 2367.739 | 2333.087 | 2318.009 | 2349.868 | 2344.587 | 2321.083 | 2350.110 | 2372.151 | 2372.151 |
| Depositi in c / c | 922.609 | 913.648 | 918.487 | 934.284 | 934.987 | 964.179 | 965.908 | 958.475 | 971.060 | 995.264 | 989.128 | 998.192 | 1009.242 | 996.425 | 1012.081 | 1029.581 | 1022.689 | 1056.933 | 1056.316 | 1056.316 |
| Depositi a risparmio | 299.938 | 299.898 | 299.056 | 298.068 | 297.288 | 299.565 | 301.074 | 301.685 | 301.889 | 300.981 | 300.065 | 299.209 | 298.648 | 299.238 | 298.667 | 297.710 | 297.437 | 299.865 | 301.044 | 301.044 |
| Certif. deposito | 1042.146 | 1041.546 | 1048.919 | 1029.017 | 1018.145 | 1008.650 | 1032.506 | 1066.037 | 1055.058 | 1042.839 | 1027.519 | 1070.338 | 1025.196 | 1022.346 | 1039.120 | 1017.296 | 1000.958 | 993.312 | 1014.791 | 1014.791 |
| VOLUMI (Var. % a/a) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | -0.37 | 0.12 | 0.30 | 0.27 | -0.50 | -0.30 | -0.18 | -0.20 | -0.06 | 0.22 | 0.46 | 0.32 | 0.54 | 0.76 | 0.40 | 0.63 | 0.41 | 0.20 | 0.28 | 0.28 |
| Prestiti in euro | -1.21 | -0.33 | 0.57 | 1.02 | -0.85 | -0.36 | -0.19 | -0.19 | -0.06 | 0.19 | 0.48 | -0.04 | 0.63 | 0.95 | 0.71 | 0.31 | -0.02 | 0.52 | 0.35 | 0.35 |
| Prestiti in valuta | 81.51 | 33.53 | -14.35 | -37.43 | 28.49 | 2.73 | 0.43 | -0.85 | -0.06 | 1.81 | -1.21 | 24.24 | -4.23 | -9.81 | -19.50 | 26.38 | 27.79 | -15.46 | -3.97 | -3.97 |
| Prestiti a breve | -7.16 | -5.96 | -6.00 | -4.45 | -6.89 | -4.00 | -2.40 | -2.90 | -3.90 | -2.50 | -4.40 | -3.50 | -1.20 | -1.80 | -1.20 | -1.20 | -1.60 | -1.00 | -0.90 | -0.90 |
| Prestiti a m / l | 0.85 | 1.19 | 1.40 | 1.06 | 0.61 | 0.33 | 0.19 | 0.25 | 0.58 | 0.66 | 1.27 | 0.96 | 0.83 | 1.18 | 0.66 | 0.92 | 0.73 | 0.39 | 0.47 | 0.47 |
| Depositi totali | 3.51 | 2.72 | 2.85 | 2.56 | 3.14 | 3.31 | 3.51 | 3.30 | 3.20 | 2.93 | 3.42 | 4.09 | 3.02 | 2.79 | 3.68 | 3.68 | 3.14 | 3.42 | 3.16 | 3.16 |
| Depositi in c / c | 11.10 | 9.94 | 9.07 | 8.02 | 9.87 | 9.94 | 10.46 | 10.18 | 9.90 | 9.47 | 10.00 | 10.85 | 9.39 | 9.06 | 10.19 | 10.20 | 9.38 | 9.62 | 9.36 | 9.36 |
| Depositi a risparmio | -0.34 | -0.46 | -0.25 | -0.23 | -0.52 | -0.48 | -0.97 | -0.97 | -0.66 | -0.65 | -0.51 | -0.40 | -0.43 | -0.22 | -0.13 | -0.12 | 0.05 | 0.10 | -0.01 | -0.01 |
| Certif. deposito | -1.35 | -2.02 | -1.20 | -1.17 | -1.36 | -1.27 | -1.01 | -1.05 | -1.24 | -1.65 | -1.13 | -0.32 | -1.63 | -1.84 | -0.93 | -1.14 | -1.69 | -1.52 | -1.72 | -1.72 |

| SCENARIO B | 16 7 | 16 8 | 16 9 | 16 10 | 16 11 | 16 12 | 17 1 | 17 2 | 17 3 | 17 4 | 17 5 | 17 6 | 17 7 | 17 8 | 17 9 | 17 10 | 17 11 | 17 12 | 18 1 | |
|--------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| ESOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Tasso di intervento | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Indice COMIT (livello) | 993 | 1003 | 965 | 1013 | 995 | 1124 | 1101 | 1100 | 1103 | 1089 | 1067 | 1036 | 1072 | 1068 | 1079 | 1070 | 1055 | 1042 | 1046 | 1046 |
| Produzione Industriale (Var. % a/a) | 0.0 | 3.5 | 2.0 | 1.2 | 2.9 | 2.8 | 1.0 | 1.7 | 2.1 | 1.2 | 2.2 | 1.6 | 2.0 | 0.9 | 1.9 | 2.0 | 0.5 | 1.6 | 0.6 | 0.6 |
| Tasso di Inflazione (Arm.) | -0.2 | -0.1 | 0.1 | -0.1 | 0.1 | 0.5 | 0.7 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 0.8 | 0.7 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.4 | 0.5 | 0.5 |
| ENDOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| TASSI | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| T. P/T medio | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| T. Overnight media d/l | -0.36 | -0.36 | -0.37 | -0.37 | -0.37 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 |
| T. Interb. 1m lett. | -0.37 | -0.37 | -0.37 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.37 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 |
| T. Interb. 3m lett. | -0.30 | -0.32 | -0.32 | -0.32 | -0.33 | -0.33 | -0.34 | -0.35 | -0.35 | -0.35 | -0.34 | -0.34 | -0.34 | -0.34 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 |
| T. Interb. 6m lett. | -0.19 | -0.20 | -0.21 | -0.21 | -0.22 | -0.22 | -0.24 | -0.24 | -0.23 | -0.23 | -0.23 | -0.22 | -0.22 | -0.22 | -0.22 | -0.22 | -0.22 | -0.22 | -0.23 | -0.22 |
| T. Depositi medio | 0.43 | 0.43 | 0.42 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.42 | 0.42 | 0.43 | 0.43 | 0.43 | 0.44 | 0.44 | 0.45 | 0.45 | 0.45 | 0.45 |
| T. Prestiti medio | 2.99 | 2.99 | 2.97 | 2.93 | 2.90 | 2.90 | 2.90 | 2.89 | 2.89 | 2.90 | 2.91 | 2.92 | 2.93 | 2.93 | 2.94 | 2.95 | 2.95 | 2.96 | 2.96 | 2.96 |
| T.prest. medio - T.dep. medio | 2.56 | 2.56 | 2.55 | 2.52 | 2.49 | 2.48 | 2.48 | 2.48 | 2.48 | 2.48 | 2.49 | 2.49 | 2.49 | 2.50 | 2.50 | 2.51 | 2.51 | 2.51 | 2.51 | 2.51 |
| T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾ | -0.27 | -0.30 | -0.31 | -0.33 | -0.28 | -0.35 | -0.33 | -0.23 | -0.19 | -0.22 | -0.18 | -0.08 | -0.13 | -0.11 | -0.09 | -0.14 | -0.09 | -0.13 | -0.10 | -0.10 |
| T. BOT comp. lordo 6m | -0.19 | -0.24 | -0.26 | -0.30 | -0.20 | -0.32 | -0.29 | -0.12 | -0.06 | -0.11 | -0.03 | 0.12 | 0.05 | 0.07 | 0.11 | 0.03 | 0.11 | 0.05 | 0.10 | 0.10 |
| T. BOT comp. lordo 12m | -0.18 | -0.19 | -0.18 | -0.24 | -0.22 | -0.20 | -0.25 | -0.06 | -0.01 | -0.05 | 0.03 | 0.19 | 0.13 | 0.15 | 0.18 | 0.10 | 0.18 | 0.12 | 0.18 | 0.18 |
| Rendistat lordo | 0.73 | 0.66 | 0.73 | 0.86 | 1.26 | 1.17 | 1.21 | 1.42 | 1.50 | 1.46 | 1.58 | 1.77 | 1.70 | 1.75 | 1.76 | 1.73 | 1.80 | 1.76 | 1.80 | 1.80 |
| Rendistat netto | 0.64 | 0.58 | 0.63 | 0.75 | 1.10 | 1.02 | 1.06 | 1.24 | 1.31 | 1.28 | 1.38 | 1.55 | 1.49 | 1.53 | 1.54 | 1.51 | 1.58 | 1.54 | 1.58 | 1.58 |
| STRUTTURA A TERMINE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Rend. BTP a 3 anni | 0.03 | 0.01 | 0.02 | 0.26 | 0.46 | 0.10 | 0.34 | 0.59 | 0.64 | 0.60 | 0.76 | 0.96 | 0.87 | 0.90 | 0.92 | 0.87 | 0.93 | 0.89 | 0.95 | 0.95 |
| Rend. BTP a 5 anni | 0.32 | 0.31 | 0.34 | 0.65 | 0.91 | 0.66 | 1.02 | 1.24 | 1.29 | 1.25 | 1.40 | 1.59 | 1.51 | 1.54 | 1.56 | 1.52 | 1.58 | 1.54 | 1.61 | 1.61 |
| Rend. BTP a 7 anni | 0.73 | 0.74 | 0.77 | 1.11 | 1.46 | 1.28 | 1.68 | 1.89 | 1.94 | 1.90 | 2.05 | 2.23 | 2.15 | 2.18 | 2.20 | 2.16 | 2.22 | 2.18 | 2.24 | 2.24 |
| Rend. BTP a 10 anni | 1.22 | 1.20 | 1.25 | 1.68 | 2.01 | 1.85 | 2.30 | 2.51 | 2.58 | 2.55 | 2.69 | 2.87 | 2.81 | 2.84 | 2.86 | 2.83 | 2.88 | 2.85 | 2.91 | 2.91 |
| VOLUMI (LIVELLI in mld) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 2318.891 | 2321.512 | 2334.851 | 2328.139 | 2324.513 | 2323.549 | 2337.416 | 2346.629 | 2347.412 | 2342.111 | 2332.14 | 2343.75 | 2324.69 | 2331.26 | 2337.65 | 2336.05 | 2327.30 | 2321.69 | 2337.42 | 2337.42 |
| Prestiti in euro | 2275.947 | 2280.537 | 2299.033 | 2299.556 | 2288.565 | 2277.487 | 2299.967 | 2311.961 | 2305.684 | 2298.822 | 2305.509 | 2301.15 | 2284.141 | 2295.13 | 2310.07 | 2300.48 | 2281.93 | 2284.09 | 2301.58 | 2301.58 |
| Prestiti in valuta | 42.944 | 40.975 | 35.818 | 28.583 | 35.948 | 46.062 | 37.449 | 34.669 | 41.728 | 43.288 | 26.630 | 42.599 | 40.547 | 36.130 | 27.585 | 35.578 | 45.374 | 37.598 | 35.839 | 35.839 |
| Prestiti a breve | 327.998 | 324.739 | 324.550 | 321.844 | 321.751 | 322.227 | 325.436 | 323.934 | 319.366 | 317.400 | 315.320 | 322.342 | 322.750 | 317.595 | 319.682 | 316.694 | 315.316 | 317.393 | 320.879 | 320.879 |
| Prestiti a m / l | 1990.893 | 1996.773 | 2010.301 | 2006.295 | 2002.762 | 2001.322 | 2011.980 | 2022.695 | 2028.046 | 2024.711 | 2016.818 | 2021.407 | 2001.938 | 2013.668 | 2017.971 | 2019.360 | 2011.986 | 2004.296 | 2016.536 | 2016.536 |
| Depositi totali | 2264.693 | 2255.092 | 2266.462 | 2261.369 | 2250.420 | 2266.236 | 2291.934 | 2318.765 | 2318.758 | 2330.676 | 2305.511 | 2354.319 | 2322.216 | 2306.734 | 2337.402 | 2333.959 | 2309.381 | 2331.050 | 2351.983 | 2351.983 |
| Depositi in c / c | 922.609 | 913.648 | 918.487 | 934.284 | 934.987 | 961.548 | 962.760 | 954.995 | 966.995 | 991.446 | 984.542 | 992.969 | 1004.629 | 991.948 | 1007.121 | 1024.536 | 1017.546 | 1048.857 | 1047.771 | 1047.771 |
| Depositi a risparmio | 299.938 | 299.898 | 299.056 | 298.068 | 297.288 | 299.264 | 300.588 | 301.106 | 301.160 | 300.314 | 299.311 | 298.518 | 297.838 | 298.219 | 297.740 | 296.816 | 296.456 | 298.636 | 299.566 | 299.566 |
| Certif. deposito | 1042.146 | 1041.546 | 1048.919 | 1029.017 | 1018.145 | 1005.423 | 1028.587 | 1062.664 | 1050.603 | 1038.916 | 1021.658 | 1062.831 | 1019.749 | 1016.567 | 1032.541 | 1012.607 | 995.379 | 983.557 | 1004.646 | 1004.646 |
| VOLUMI (Var. % a/a) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | -0.37 | 0.12 | 0.30 | 0.27 | -0.50 | -0.43 | -0.34 | -0.37 | -0.28 | -0.04 | 0.22 | 0.08 | 0.25 | 0.42 | 0.12 | 0.34 | 0.12 | -0.08 | 0.00 | 0.00 |
| Prestiti in euro | -1.21 | -0.33 | 0.57 | 1.02 | -0.85 | -0.47 | -0.33 | -0.34 | -0.25 | -0.04 | 0.26 | -0.26 | 0.36 | 0.64 | 0.48 | 0.04 | -0.29 | 0.29 | 0.07 | 0.07 |
| Prestiti in valuta | 81.51 | 33.53 | -14.35 | -37.43 | 28.49 | 1.59 | -0.95 | -2.33 | -1.91 | -0.04 | -3.13 | 22.67 | -5.58 | -11.82 | -22.99 | 24.48 | 26.22 | -18.37 | -4.30 | -4.30 |
| Prestiti a breve | -7.16 | -5.96 | -6.00 | -4.45 | -6.89 | -4.60 | -2.90 | -3.30 | -4.40 | -3.10 | -4.90 | -4.10 | -1.60 | -2.20 | -1.50 | -1.60 | -2.00 | -1.50 | -1.40 | -1.40 |
| Prestiti a m / l | 0.85 | 1.19 | 1.40 | 1.06 | 0.61 | 0.28 | 0.09 | 0.12 | 0.40 | 0.46 | 1.07 | 0.78 | 0.55 | 0.85 | 0.38 | 0.65 | 0.46 | 0.15 | 0.23 | 0.23 |
| Depositi totali | 3.51 | 2.72 | 2.85 | 2.56 | 3.14 | 3.03 | 3.17 | 2.97 | 2.79 | 2.56 | 2.92 | 3.50 | 2.54 | 2.29 | 3.13 | 3.21 | 2.62 | 2.86 | 2.62 | 2.62 |
| Depositi in c / c | 11.10 | 9.94 | 9.07 | 8.02 | 9.87 | 9.64 | 10.10 | 9.78 | 9.44 | 9.05 | 9.49 | 10.27 | 8.89 | 8.57 | 9.65 | 9.66 | 8.83 | 9.08 | 8.83 | 8.83 |
| Depositi a risparmio | -0.34 | -0.46 | -0.25 | -0.23 | -0.52 | -0.58 | -1.13 | -1.16 | -0.90 | -0.87 | -0.76 | -0.63 | -0.70 | -0.56 | -0.44 | -0.42 | -0.28 | -0.21 | -0.34 | -0.34 |
| Certif. deposito | -1.35 | -2.02 | -1.20 | -1.17 | -1.36 | -1.58 | -1.39 | -1.36 | -1.66 | -2.02 | -1.70 | -1.02 | -2.15 | -2.40 | -1.56 | -1.59 | -2.24 | -2.17 | -2.33 | -2.33 |

| SCENARIO C | 16 7 | 16 8 | 16 9 | 16 10 | 16 11 | 16 12 | 17 1 | 17 2 | 17 3 | 17 4 | 17 5 | 17 6 | 17 7 | 17 8 | 17 9 | 17 10 | 17 11 | 17 12 | 18 1 |
|--------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| ESOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Tasso di intervento | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Indice COMIT (livello) | 993 | 1003 | 965 | 1013 | 995 | 1124 | 1101 | 1110 | 1117 | 1111 | 1117 | 1111 | 1106 | 1116 | 1123 | 1111 | 1109 | 1114 | 1118 |
| Produzione Industriale (Var. % a/a) | 0.0 | 3.5 | 2.0 | 1.2 | 2.9 | 2.8 | 1.2 | 2.0 | 2.4 | 1.6 | 2.5 | 1.9 | 2.4 | 1.3 | 2.1 | 2.2 | 1.0 | 2.0 | 1.0 |
| Tasso di Inflazione (Arm.) | -0.2 | -0.1 | 0.1 | -0.1 | 0.1 | 0.5 | 0.7 | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 1.0 | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 1.0 | 1.0 | 0.8 | 0.6 | 0.8 |
| ENDOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| TASSI | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| T. P/T medio | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| T. Overnight media d/l | -0.36 | -0.36 | -0.37 | -0.37 | -0.37 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.39 | -0.39 | -0.38 | -0.38 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.39 |
| T. Interb. 1m lett. | -0.37 | -0.37 | -0.37 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.39 | -0.38 | -0.39 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.39 | -0.39 | -0.39 |
| T. Interb. 3m lett. | -0.30 | -0.32 | -0.32 | -0.32 | -0.33 | -0.33 | -0.34 | -0.35 | -0.35 | -0.35 | -0.35 | -0.35 | -0.35 | -0.35 | -0.34 | -0.35 | -0.35 | -0.35 | -0.35 |
| T. Interb. 6m lett. | -0.19 | -0.20 | -0.21 | -0.21 | -0.22 | -0.22 | -0.24 | -0.24 | -0.24 | -0.24 | -0.24 | -0.23 | -0.23 | -0.23 | -0.23 | -0.23 | -0.23 | -0.23 | -0.23 |
| T. Depositi medio | 0.43 | 0.43 | 0.42 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.42 | 0.42 | 0.43 | 0.43 | 0.43 | 0.43 | 0.44 | 0.44 |
| T. Prestiti medio | 2.99 | 2.99 | 2.97 | 2.93 | 2.90 | 2.90 | 2.89 | 2.89 | 2.89 | 2.89 | 2.90 | 2.91 | 2.92 | 2.92 | 2.93 | 2.93 | 2.94 | 2.95 | 2.95 |
| T.prest. medio - T.dep. medio | 2.56 | 2.56 | 2.55 | 2.52 | 2.49 | 2.48 | 2.48 | 2.48 | 2.48 | 2.48 | 2.49 | 2.49 | 2.49 | 2.50 | 2.50 | 2.50 | 2.51 | 2.51 | 2.51 |
| T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾ | -0.27 | -0.30 | -0.31 | -0.33 | -0.28 | -0.35 | -0.33 | -0.29 | -0.26 | -0.28 | -0.24 | -0.18 | -0.22 | -0.19 | -0.16 | -0.21 | -0.17 | -0.21 | -0.18 |
| T. BOT comp. lordo 6m | -0.19 | -0.24 | -0.26 | -0.30 | -0.20 | -0.32 | -0.29 | -0.22 | -0.17 | -0.21 | -0.13 | -0.04 | -0.09 | -0.05 | -0.01 | -0.08 | -0.02 | -0.08 | -0.03 |
| T. BOT comp. lordo 12m | -0.18 | -0.19 | -0.18 | -0.24 | -0.22 | -0.20 | -0.25 | -0.19 | -0.13 | -0.17 | -0.09 | 0.00 | -0.05 | -0.01 | 0.03 | -0.04 | 0.03 | -0.03 | 0.02 |
| Rendistat lordo | 0.73 | 0.66 | 0.73 | 0.86 | 1.26 | 1.17 | 1.21 | 1.28 | 1.36 | 1.33 | 1.41 | 1.51 | 1.49 | 1.52 | 1.54 | 1.48 | 1.53 | 1.48 | 1.53 |
| Rendistat netto | 0.64 | 0.58 | 0.63 | 0.75 | 1.10 | 1.02 | 1.06 | 1.12 | 1.19 | 1.16 | 1.23 | 1.32 | 1.30 | 1.33 | 1.35 | 1.30 | 1.34 | 1.30 | 1.34 |
| STRUTTURA A TERMINE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Rend. BTP a 3 anni | 0.03 | 0.01 | 0.02 | 0.26 | 0.46 | 0.10 | 0.34 | 0.40 | 0.49 | 0.46 | 0.56 | 0.67 | 0.62 | 0.64 | 0.68 | 0.62 | 0.66 | 0.62 | 0.67 |
| Rend. BTP a 5 anni | 0.32 | 0.31 | 0.34 | 0.65 | 0.91 | 0.66 | 1.02 | 1.07 | 1.14 | 1.11 | 1.21 | 1.31 | 1.27 | 1.29 | 1.33 | 1.28 | 1.32 | 1.28 | 1.33 |
| Rend. BTP a 7 anni | 0.73 | 0.74 | 0.77 | 1.11 | 1.46 | 1.28 | 1.68 | 1.73 | 1.80 | 1.78 | 1.87 | 1.97 | 1.93 | 1.95 | 1.99 | 1.93 | 1.97 | 1.93 | 1.98 |
| Rend. BTP a 10 anni | 1.22 | 1.20 | 1.25 | 1.68 | 2.01 | 1.85 | 2.30 | 2.36 | 2.44 | 2.43 | 2.52 | 2.62 | 2.59 | 2.61 | 2.65 | 2.60 | 2.64 | 2.60 | 2.65 |
| VOLUMI (LIVELLI in mld) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 2318.891 | 2321.512 | 2334.851 | 2328.139 | 2324.513 | 2325.182 | 2339.761 | 2349.456 | 2350.707 | 2345.860 | 2335.63 | 2347.03 | 2328.17 | 2335.91 | 2341.39 | 2340.71 | 2331.49 | 2327.04 | 2343.74 |
| Prestiti in euro | 2275.947 | 2280.537 | 2299.033 | 2299.556 | 2288.565 | 2278.860 | 2302.044 | 2314.513 | 2308.458 | 2302.272 | 2308.728 | 2304.15 | 2287.327 | 2299.24 | 2313.06 | 2304.85 | 2285.82 | 2288.43 | 2307.80 |
| Prestiti in valuta | 42.944 | 40.975 | 35.818 | 28.583 | 35.948 | 46.322 | 37.718 | 34.943 | 42.250 | 43.588 | 26.901 | 42.878 | 40.839 | 36.668 | 28.332 | 35.865 | 45.668 | 38.611 | 35.940 |
| Prestiti a breve | 327.998 | 324.739 | 324.550 | 321.844 | 321.751 | 323.450 | 326.580 | 324.873 | 320.537 | 318.915 | 316.171 | 323.789 | 323.684 | 318.500 | 320.286 | 317.338 | 316.281 | 319.568 | 322.987 |
| Prestiti a m / l | 1990.893 | 1996.773 | 2010.301 | 2006.295 | 2002.762 | 2001.733 | 2013.181 | 2024.582 | 2030.171 | 2026.945 | 2019.458 | 2023.238 | 2004.483 | 2017.406 | 2021.102 | 2023.373 | 2015.205 | 2007.474 | 2020.751 |
| Depositi totali | 2264.693 | 2255.092 | 2266.462 | 2261.369 | 2250.420 | 2268.435 | 2296.155 | 2323.494 | 2324.624 | 2336.130 | 2312.455 | 2363.190 | 2329.010 | 2314.626 | 2344.882 | 2342.326 | 2315.457 | 2340.344 | 2364.810 |
| Depositi in c / c | 922.609 | 913.648 | 918.487 | 934.284 | 934.987 | 962.887 | 964.363 | 957.518 | 969.615 | 993.809 | 987.673 | 996.294 | 1007.556 | 995.125 | 1010.363 | 1027.966 | 1020.593 | 1053.543 | 1052.699 |
| Depositi a risparmio | 299.938 | 299.898 | 299.056 | 298.068 | 297.288 | 299.409 | 300.883 | 301.507 | 301.659 | 300.755 | 299.824 | 298.981 | 298.383 | 298.915 | 298.349 | 297.364 | 297.075 | 299.370 | 300.462 |
| Certif. deposito | 1042.146 | 1041.546 | 1048.919 | 1029.017 | 1018.145 | 1006.140 | 1030.909 | 1064.469 | 1053.350 | 1041.567 | 1024.959 | 1067.915 | 1023.071 | 1020.587 | 1036.169 | 1016.996 | 997.790 | 987.432 | 1011.649 |
| VOLUMI (Var. % a/a) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | -0.37 | 0.12 | 0.30 | 0.27 | -0.50 | -0.36 | -0.24 | -0.25 | -0.14 | 0.12 | 0.37 | 0.22 | 0.40 | 0.62 | 0.28 | 0.54 | 0.30 | 0.08 | 0.17 |
| Prestiti in euro | -1.21 | -0.33 | 0.57 | 1.02 | -0.85 | -0.41 | -0.24 | -0.23 | -0.13 | 0.11 | 0.40 | -0.13 | 0.50 | 0.82 | 0.61 | 0.23 | -0.12 | 0.42 | 0.25 |
| Prestiti in valuta | 81.51 | 33.53 | -14.35 | -37.43 | 28.49 | 2.16 | -0.24 | -1.56 | -0.68 | 0.65 | -2.14 | 23.47 | -4.90 | -10.51 | -20.90 | 25.48 | 27.04 | -16.65 | -4.71 |
| Prestiti a breve | -7.16 | -5.96 | -6.00 | -4.45 | -6.89 | -4.24 | -2.56 | -3.02 | -4.05 | -2.64 | -4.64 | -3.67 | -1.32 | -1.92 | -1.31 | -1.40 | -1.70 | -1.20 | -1.10 |
| Prestiti a m / l | 0.85 | 1.19 | 1.40 | 1.06 | 0.61 | 0.30 | 0.15 | 0.21 | 0.51 | 0.57 | 1.20 | 0.87 | 0.68 | 1.03 | 0.54 | 0.85 | 0.62 | 0.29 | 0.38 |
| Depositi totali | 3.51 | 2.72 | 2.85 | 2.56 | 3.14 | 3.13 | 3.36 | 3.18 | 3.05 | 2.80 | 3.23 | 3.89 | 2.84 | 2.64 | 3.46 | 3.58 | 2.89 | 3.17 | 2.99 |
| Depositi in c / c | 11.10 | 9.94 | 9.07 | 8.02 | 9.87 | 9.79 | 10.28 | 10.07 | 9.74 | 9.31 | 9.84 | 10.64 | 9.21 | 8.92 | 10.00 | 10.03 | 9.16 | 9.42 | 9.16 |
| Depositi a risparmio | -0.34 | -0.46 | -0.25 | -0.23 | -0.52 | -0.53 | -1.03 | -1.03 | -0.74 | -0.72 | -0.59 | -0.48 | -0.52 | -0.33 | -0.24 | -0.24 | -0.07 | -0.01 | -0.14 |
| Certif. deposito | -1.35 | -2.02 | -1.20 | -1.17 | -1.36 | -1.51 | -1.16 | -1.19 | -1.40 | -1.77 | -1.38 | -0.55 | -1.83 | -2.01 | -1.22 | -1.17 | -2.00 | -1.86 | -1.87 |

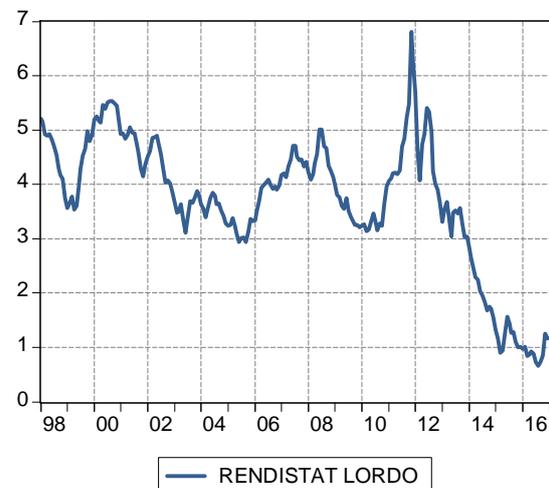
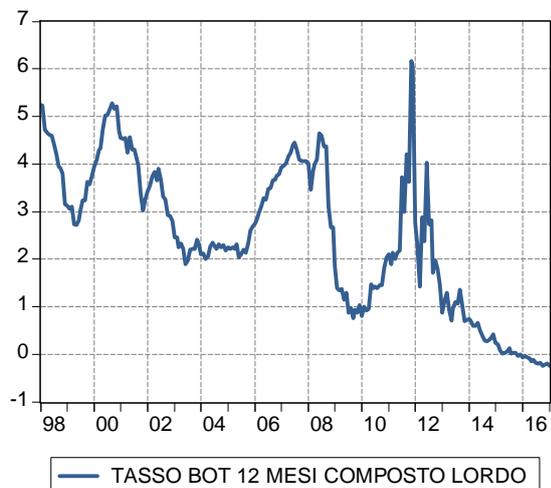
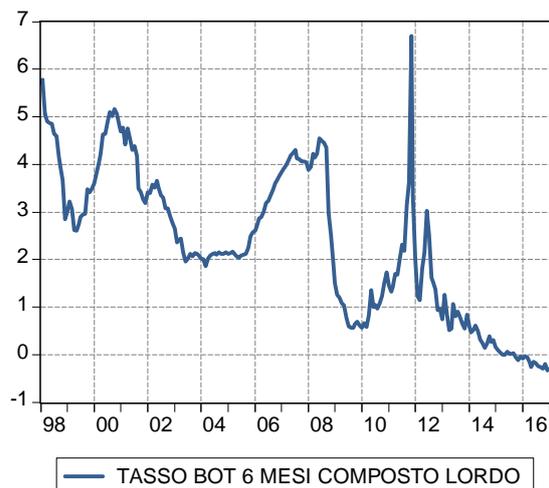
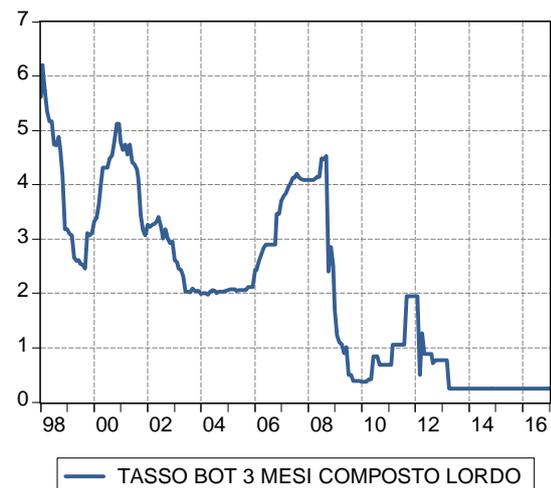
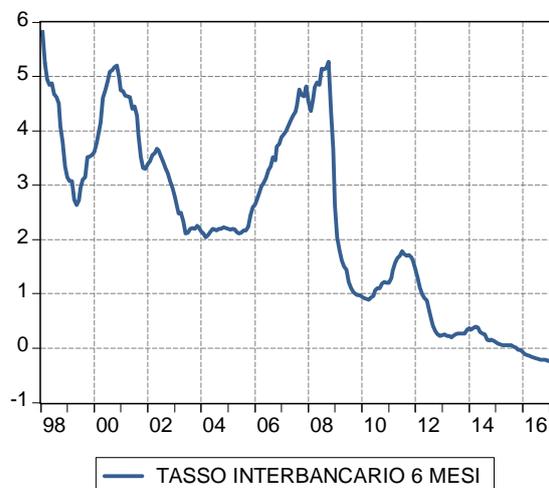
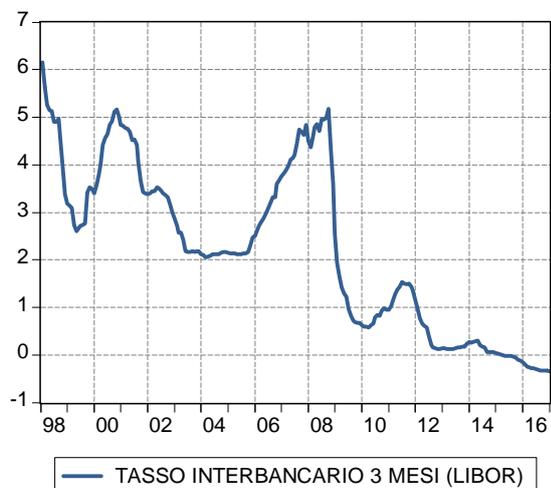
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili



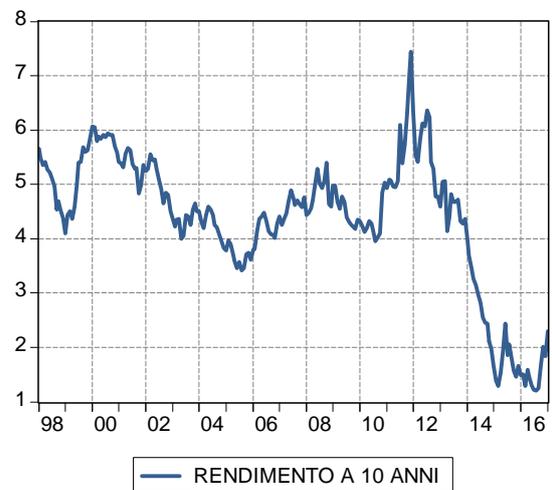
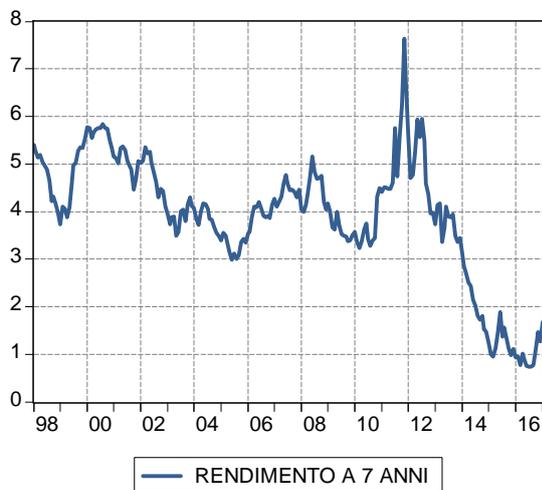
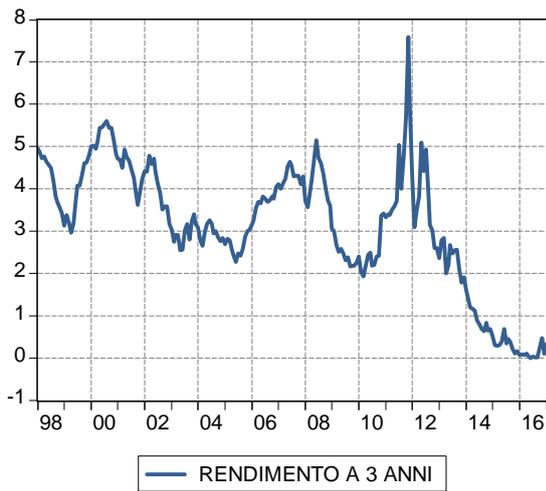
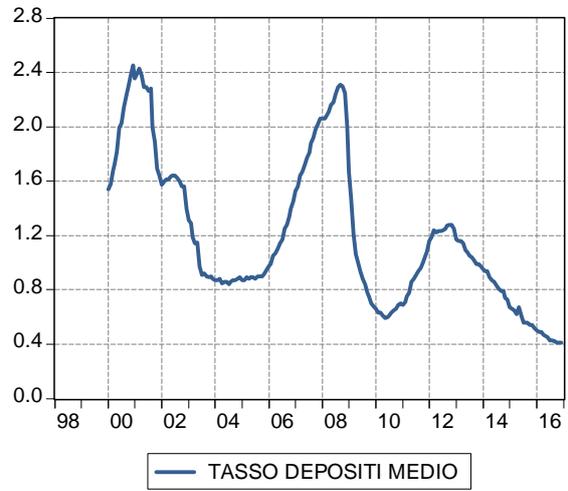
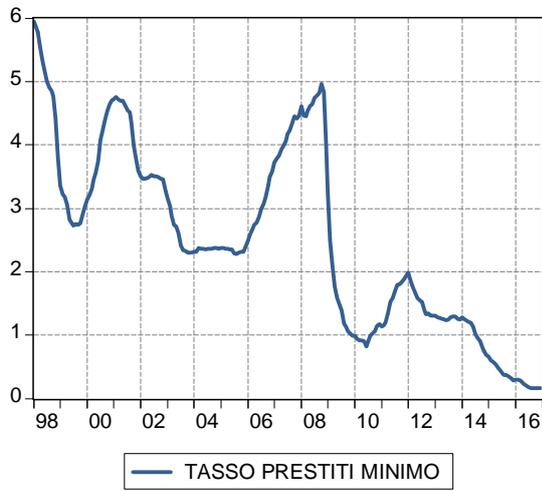
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili



TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili



VOLUMI DI BASE: LIVELLI STORICI
 Dati mensili - Variazione % annua

